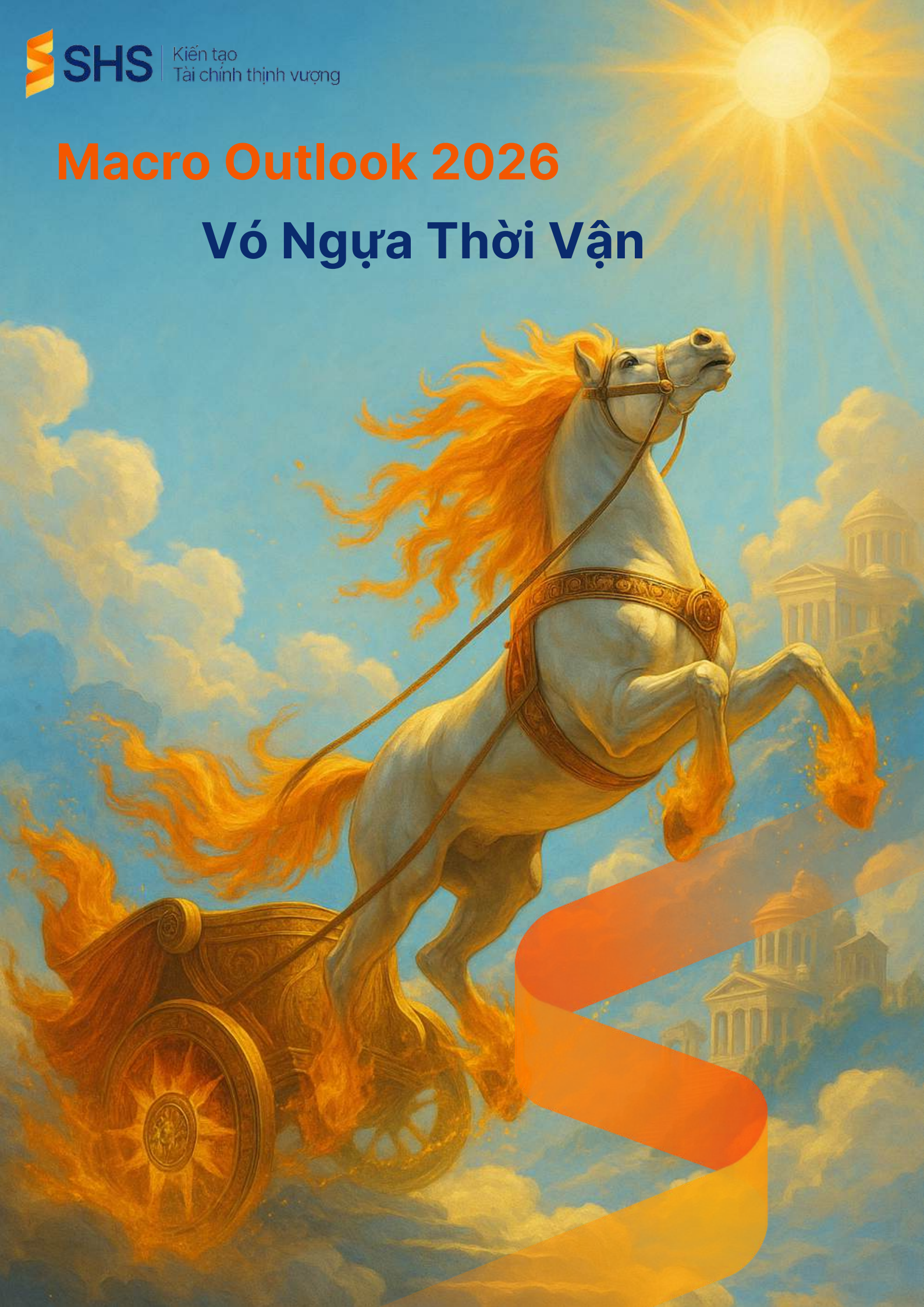


Macro Outlook 2026

Vó Ngựa Thời Vận



*Gửi tới quý độc giả, với lòng biết ơn cho sự
đồng hành trong năm vừa qua.*

Hà Nội, 19/12/2025

Thế giới bước vào năm 2026 trong một nhịp đi lạ lùng. Không còn những cú sốc dồn dập như vài năm trước, nhưng cũng chưa đủ yên để gọi là ổn định. **Mọi thứ dường như đang chuyển động ở một tầng sâu hơn, chậm hơn, khó nhìn hơn.** Giữa những chuyển động ấy, người viết chọn ngồi lại, lắng nghe nhịp của nền kinh tế, của chính sách, của dòng tiền, như lắng nghe tiếng vó ngựa đi qua một khúc đường dài. Không phải để đoán xem nó sẽ dừng ở đâu, mà để nhận ra nó đang đi theo tiết tấu nào.

Báo cáo này được viết ra từ một thôi thúc rất giản dị. Như con chim thì phải cất tiếng hát, như dòng suối thì phải chảy, người viết cũng buộc phải viết dựa trên những gì mình đã thấy, đã đọc, đã nghĩ, và cả những điều còn chưa kịp hiểu hết. Trong đó, chắc chắn sẽ có những nhận định chưa trọn vẹn, thậm chí có thể sai khi thời gian đi qua. Mong rằng nếu bắt gặp những chỗ như vậy, người đọc có thể bao dung mà xem đó như dấu vết của một quá trình tìm hiểu, hơn là một lời khẳng định cứng nhắc. **Kinh tế và thời vận vốn không phải là những thứ đứng yên để đo đạc một lần rồi thôi.**

Vì giới hạn năng lực của bản thân, báo cáo này không cố gắng đưa ra những con số dự báo cho GDP, CPI hay tỷ giá... cũng không sắp đặt sẵn hai hay ba kịch bản dự đoán. Người viết tin rằng, trong một giai đoạn nhiều tầng bất định, việc hiểu nền tảng, hiểu cơ chế vận hành và dẫn truyền của chính sách đôi khi quan trọng hơn việc gọi tên một con số cụ thể. Những con số rồi sẽ thay đổi, còn cách chúng hình thành và tác động lẫn nhau mới là thứ ở lại lâu hơn. “Vó ngựa thời vận” vì thế không nhằm trả lời đúng hay sai, mà chỉ mong giúp người đọc nhận ra nhịp đi của thế cuộc tại thời điểm này, để mỗi người tự tìm lấy bước chân phù hợp cho riêng mình.

Mục Lục

05 Phần 1
Toàn Cầu

10 Phần 2
Hoa Kỳ

24 Phần 3
Châu Âu

33 Phần 4
Nhật Bản

41 Phần 5
Trung Quốc

55 Phần 6
Việt Nam

72 Phụ Lục

Toàn Cầu

Có một xu hướng chung ở nhóm nước phát triển: giờ làm việc trung bình giảm theo chu kỳ dài hạn. Thuế quan khó có thể quay về mức 2024, nhưng mức độ bất định đã hạ xuống và thị trường tài chính đã “tập” được cảm giác về những gì nên kỳ vọng.



PHẦN 1: TOÀN CẦU

Lao động và năng suất:

Ở các nền kinh tế phát triển, thời gian làm việc bình quân đang lặn lẽ co lại, buộc tăng trưởng phải dựa ngày càng nhiều vào năng suất lao động. Trung bình mỗi tuần, người lao động tại Đức làm khoảng 29,6 giờ, Pháp 30,8 giờ, Nhật Bản 31 giờ, thấp hơn rõ rệt so với Mỹ ở mức 36,1 giờ (nguồn tại [đây](#)). Trong khi đó, năng suất tính theo giờ làm, tức GDP trên mỗi giờ lao động, vẫn tăng nhưng với nhịp ngày càng chậm. Năm 2023, năng suất lao động trong khối OECD chỉ tăng khoảng 0,6% và dự kiến còn khoảng 0,4% trong năm 2024. Một phần **nguyên nhân** nằm ở **lực lượng lao động tăng chậm, khi dân số già** khiến tỷ lệ người từ 65 tuổi trở lên đã tương đương 31% dân số trong độ tuổi lao động tại OECD năm 2023, làm thu hẹp nguồn nhân lực. Những **kỳ vọng về AI và tự động hóa** như động lực bứt phá hiệu suất vẫn chưa phản ánh rõ ràng trong các con số hiện tại. Hệ quả là tăng trưởng tiềm năng suy yếu, và OECD ước tính quá trình già hóa dân số sẽ kéo tăng trưởng GDP bình quân đầu người giai đoạn 2024 đến 2060 giảm từ 1,0% xuống còn 0,6% mỗi năm. Năng suất lao động đã suy giảm trong nhiều thập kỷ, và ngay cả khi AI phát huy tác dụng, cũng khó có thể bù đắp hoàn toàn sự thiếu hụt lao động. Xu hướng ít giờ hơn nhưng đòi hỏi làm được nhiều hơn đang dần hình thành, báo hiệu một giai đoạn tăng trưởng khó khăn, nơi áp lực chính trị có thể gia tăng, thúc đẩy nhu cầu nói lỏng tài khóa và tiền tệ để duy trì mức sống khi kinh tế tăng chậm.

Thương mại và các nút cổ chai:

Sau những cú sốc thương mại cuối thập kỷ trước, bức tranh thương mại năm 2025 tuy bớt những biến động bất ngờ, nhưng vẫn căng thẳng với nhiều biện pháp bảo hộ được duy trì. Số lượng biện pháp phân biệt đối xử mới trên toàn cầu trong năm 2025 vẫn quanh mức 3.351, xấp xỉ kỷ lục của năm 2024 và cao gấp khoảng 3 lần so với năm 2019. Thị trường tài chính dường như đã quen với trạng thái này, các chuỗi cung ứng chấp nhận chi phí cao hơn, mức độ bất định giảm xuống, nên các đợt áp thuế mới không còn gây hoảng loạn như trước.

Tuy nhiên, trọng tâm xung đột thương mại đang dịch chuyển từ đánh thuế trên diện rộng sang nhắm trực tiếp vào **các điểm nghẽn chiến lược**, đặc biệt là **công nghệ chip tiên tiến** và **khoáng sản đất hiếm** quan trọng. Đây đều là những lĩnh vực có nguồn cung tập trung cao. Trung Quốc hiện tinh luyện khoảng 70% nguyên liệu chiến lược toàn cầu và sản xuất tới 94% nam châm đất hiếm sử dụng trong xe điện, tuabin gió và tên lửa. Chỉ cần một quyết định hạn chế xuất khẩu cũng có thể làm tê liệt chuỗi cung ứng của nhiều ngành then chốt.

Năm 2025 đã cho thấy rõ điều đó. Tháng 4 năm 2025, Trung Quốc kiểm soát xuất khẩu 7 nguyên tố đất hiếm nặng, khiến các hãng xe tại Mỹ và châu Âu thiếu nam châm và buộc phải giảm sản lượng. Đến tháng 10 năm 2025, Bắc Kinh mở rộng kiểm soát, yêu cầu xin phép đối với mọi sản phẩm chứa đất hiếm Trung Quốc, kể cả hàng hóa sản xuất ở nước ngoài từ nguyên liệu Trung Quốc. Những biện pháp đánh trúng điểm yếu này khiến giá đất hiếm tại châu Âu tăng gấp 6 lần so với giá nội địa Trung Quốc, đe dọa nhiều ngành từ năng lượng, ô tô đến quốc phòng. Ở chiều ngược lại, Mỹ và các đồng minh tiếp tục siết xuất khẩu công nghệ chip sang Trung Quốc. Hà Lan và Nhật Bản đã hạn chế bán máy in thạch bản tiên tiến từ năm 2023, còn Mỹ trong năm 2025 mở rộng danh sách và dự định áp dụng cả quy định cấm gián tiếp, dù sau đó tạm hoãn để đàm phán. Cuối năm 2025, hai bên đạt được một thỏa thuận đình chiến thương mại tạm thời, theo đó Trung Quốc đình chỉ 1 năm lệnh cấm đất hiếm ban hành tháng 10 năm 2025, còn Mỹ giảm một số thuế và hoãn quy tắc siết công ty liên kết. Dù vậy, phần lớn rào cản vẫn tồn tại, cho thấy rủi ro thương mại **đã bước vào trạng thái bình thường mới**, ít bất ngờ hơn giai đoạn 2018 đến 2019, nhưng nguy hiểm hơn vì tập trung đúng vào các nút cổ chai. Bước sang 2026, các doanh nghiệp toàn cầu khó có thể bỏ qua khả năng chuỗi cung ứng tiếp tục bị khai thác những điểm yếu chiến lược này bất cứ lúc nào.

Lãi suất:

Trong năm 2025, FED và nhiều ngân hàng trung ương có dự định giảm lãi suất điều hành ngắn hạn khi lạm phát hạ nhiệt. Tuy nhiên, lãi suất dài hạn như lợi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 đến 30 năm không nhất thiết đi xuống tương ứng, mà phụ thuộc vào kỳ vọng thị trường và phần bù rủi ro, tức niềm tin vào sự ổn định trong dài hạn.

Thực tế cuối năm 2025 cho thấy dù FED đã bắt đầu hạ lãi suất, lợi suất trái phiếu dài hạn tại Mỹ, châu Âu, Anh và Nhật vẫn duy trì ở mặt bằng cao. Điều này phản ánh lo ngại về nợ công và kỷ luật tài khóa, khi lượng phát hành trái phiếu lớn buộc nhà đầu tư đòi hỏi lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro. Đường cong lợi suất vì thế dần chuyển sang độ dốc dương, với lãi suất ngắn hạn giảm trong khi lãi suất dài hạn vẫn neo cao. Chi phí vốn dài hạn cao tiếp tục đè nặng lên các lĩnh vực nhạy cảm như bất động sản, với lãi suất thế chấp 30 năm tại Mỹ năm 2025 dao động quanh 6,5 đến 7%, cao gấp đôi mức trung bình của thập kỷ trước.

Sang năm 2026, trong số các nền kinh tế lớn, **Mỹ vẫn còn dự định cắt thêm lãi suất**, nhưng phải đối mặt với rủi ro ở cả hai phía trong nhiệm vụ kép của mình. Rủi ro lớn nhất là lãi suất dài hạn không giảm, thậm chí có thể tăng ngược nếu niềm tin thị trường xấu đi. Thực tế năm 2025 đã cho thấy không thể chỉ nghe theo tín hiệu từ FED, bởi lãi suất dài hạn có câu chuyện riêng. Cuối năm 2025, lợi suất dài hạn tăng vọt không phải vì chính sách tiền tệ, mà vì **logic thâm hụt cao và phát hành lớn**. Mối quan hệ quen thuộc giữa cắt Fed Funds Rate và lợi suất giảm đã không còn vận hành như trước. Điều này hàm ý rằng để kéo lãi suất dài hạn xuống, các quốc gia cần củng cố niềm tin của nhà đầu tư vào đồng tiền và ngân sách của mình. Nếu không, chi phí vay dài hạn sẽ vẫn ở mức cao, ngay cả khi chính sách tiền tệ đã chuyển hướng.

Khi nghi ngờ tiền pháp định, người ta mua vàng:

Khi niềm tin vào tiền pháp định bắt đầu lung lay, vàng dần hiện lên như một dạng bảo hiểm niềm tin cho cả nhà đầu tư lẫn ngân hàng trung ương. Cách tiếp cận thường được gọi là debasement trade, tức đặt cược rằng tiền giấy sẽ mất giá do lạm phát cao, do bơm tiền quá mức hoặc do sự can thiệp chính trị vào ngân hàng trung ương, thường dẫn tới một hành động quen thuộc là mua vàng để giữ gìn sức mua. Năm 2025, giá vàng tăng mạnh và duy trì quanh vùng cao lịch sử, phản ánh nỗi lo ngày càng rõ rằng các đồng tiền pháp định đang bị pha loãng. **Sau sự kiện Nga bị đóng băng dự trữ USD và EUR năm 2022 vì xung đột Ukraine**, nhiều ngân hàng trung ương tại châu Á đã tăng tốc mua vàng nhằm giảm phụ thuộc vào USD và tránh rủi ro dự trữ bị sử dụng như một công cụ gây sức ép. Trong các năm 2022 và 2023, họ đã mua hơn 1.000 tấn vàng mỗi năm, một tốc độ cao kỷ lục chưa từng thấy trong nhiều thập kỷ. Vàng vì thế chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong dự trữ ngoại hối khi các quốc gia từng bước đa dạng hóa khỏi USD.

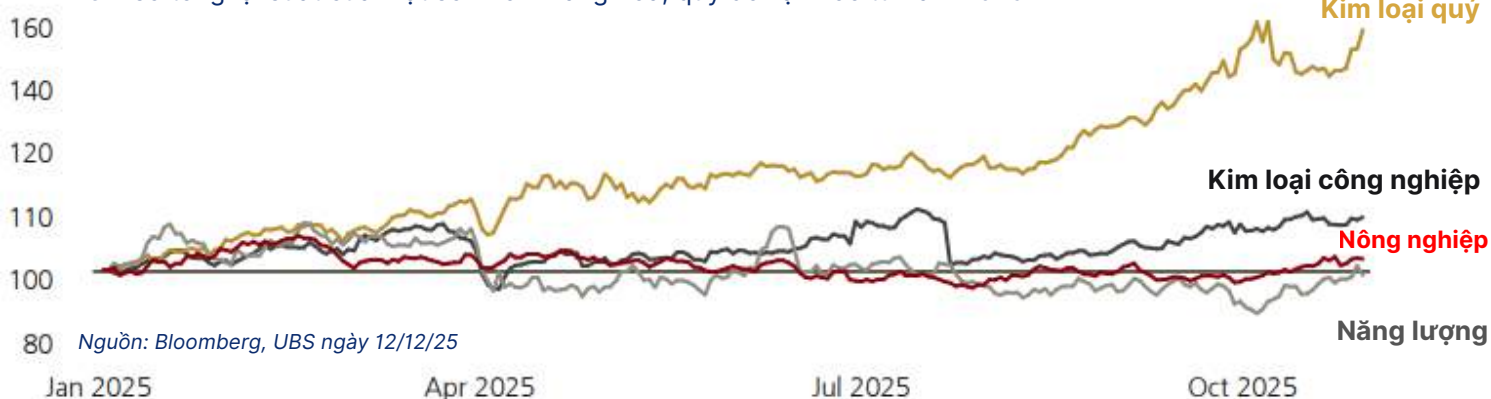
Tỷ trọng USD trong dự trữ toàn cầu đã giảm xuống khoảng 58% vào cuối 2024, so với mức khoảng 65% của một thập niên trước, cho thấy xu hướng thoát dollar diễn ra chậm rãi nhưng bền bỉ. Trong bối cảnh đó, vàng được ưa chuộng như một tài sản dự trữ nhờ không bị lạm phát làm xói mòn giá trị nội tại.

Vàng vì vậy nên được nhìn nhận như một lớp tài sản dự trữ và đầu tư quan trọng nhằm đa dạng hóa và phòng ngừa rủi ro, thay vì được xem là thước đo cố định cho tiền tệ. Với nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, điều này hàm ý việc phân bổ một tỷ trọng vàng hợp lý trong danh mục để bảo hiểm trước các kịch bản cực đoan như lạm phát phi mã, khủng hoảng tài chính hay chiến tranh. Nhiều chuyên gia khuyến nghị tỷ trọng vàng khoảng 5% đến 10% đối với danh mục đầu tư dài hạn của những người có khẩu vị rủi ro thận trọng. Các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy chỉ cần bổ sung một tỷ lệ nhỏ vàng, ở mức vài phần trăm, vào danh mục 60/40 cổ phiếu và trái phiếu cũng có thể cải thiện rõ rệt tỷ suất lợi nhuận điều chỉnh theo rủi ro của danh mục.

Độc giả có thể tham khảo báo cáo về Vàng tại [đây](#).

Diễn biến hàng hóa phân hóa trong năm 2025

Chỉ số tổng lợi suất của một số nhóm hàng hóa, quy đổi lại mốc từ năm 2025



2025 phân hóa rất rõ: kim loại quý “một mình một đường” vì nhu cầu trú ẩn + mua ròng của NHTW và tâm lý lo tiền pháp định bị “pha loãng”; trong khi các nhóm còn lại gần như đi ngang. Chênh lệch này cho thấy thị trường đang định giá niềm tin/rủi ro nhiều hơn tăng trưởng; hàng hóa vẫn hữu ích để đa dạng hóa nhưng phải chọn nhóm.

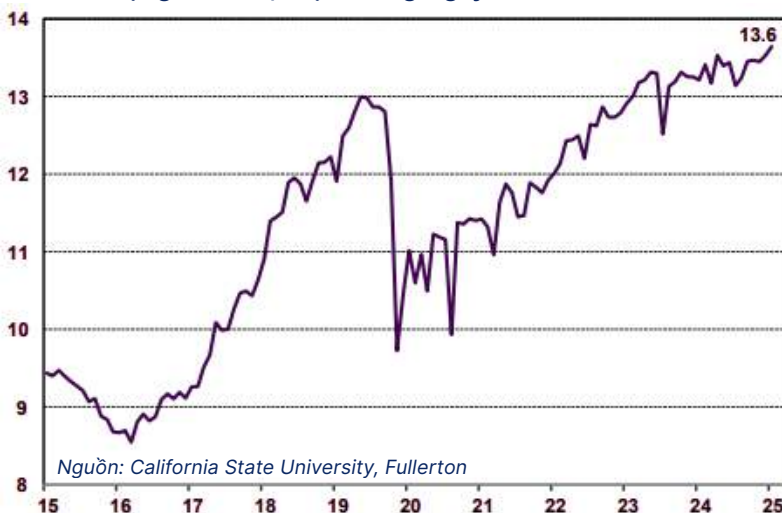
Dầu mỏ chưa thấy cú tăng giá bền vững:

Thị trường dầu mỏ trong giai đoạn 2025 đến 2026 **ngiênhiều về trạng thái cung vượt cầu**, khiến giá dầu khó có được một đợt tăng nóng kéo dài, trừ khi xuất hiện những cú sốc đặc biệt. Trong năm 2025, nhu cầu dầu toàn cầu tăng rất chậm, khi IEA trước đó dự báo mức tăng chỉ khoảng 700 nghìn thùng mỗi ngày, thấp nhất kể từ năm 2009 nếu không tính năm khủng hoảng 2020. Trung Quốc, động lực chính của tăng trưởng nhu cầu dầu suốt hai thập kỷ, cũng đang chứng lại rõ rệt. Năm 2024, nhu cầu dầu của Trung Quốc chỉ tăng khoảng 180 nghìn thùng mỗi ngày, thấp hơn nhiều so với mức tăng trung bình khoảng 500 nghìn thùng mỗi ngày của các năm trước. Sự lan rộng của xe điện, sự phát triển của giao thông công cộng và nền kinh tế suy yếu khiến tiêu thụ xăng dầu tại Trung Quốc khó có khả năng bùng nổ trở lại. Khi cầu yếu, nguồn cung dầu thô trở nên dư thừa, ngay cả trong bối cảnh OPEC+ từng nỗ lực hạn chế sản lượng. Thực tế giữa năm 2025 cho thấy điều này khá rõ, khi dù xung đột bùng lên với các cuộc không kích tại Trung Đông khiến giá Brent có thời điểm vượt 80 USD mỗi thùng, **thị trường vẫn nhanh chóng hạ nhiệt khi tình trạng dư cung lộ diện**.

Sản lượng toàn cầu trong tháng 6 năm 2025 tăng thêm gần 1 triệu thùng mỗi ngày, trong khi tồn kho dầu của OECD tiếp tục dâng cao. Ngay cả OPEC+ cũng bắt đầu nói lỏng kỷ luật. Tháng 7 năm 2025, liên minh này thông báo tăng hạn ngạch lớn hơn dự kiến và đẩy nhanh việc hủy bỏ 80% mức cắt giảm tự nguyện còn lại từ năm 2023. Những tín hiệu này cho thấy OPEC+ có thể khôi phục hoàn toàn sản lượng sớm hơn kế hoạch ban đầu, phản ánh áp lực từ các quốc gia thành viên muốn bơm thêm dầu để bảo vệ thị phần hoặc nguồn thu ngân sách.

Nhìn sang năm 2026, nếu kinh tế thế giới chưa thực sự bứt phá, rất khó để giá dầu tăng mạnh một cách bền vững. Các yếu tố địa chính trị như chiến sự hay lệnh trừng phạt vẫn có thể tạo ra những cú sốc giá ngắn hạn, nhưng nhiều khả năng sẽ nhanh chóng lắng xuống khi cán cân cung cầu cơ bản không ủng hộ. Rủi ro lớn hơn đối với giá dầu có lẽ đến từ chính nội bộ OPEC+, bởi khi giá thấp kéo dài, một số quốc gia có thể phá vỡ cam kết cắt giảm sản lượng để bán nhiều hơn nhằm cứu ngân sách, qua đó càng làm cho triển vọng tăng giá của dầu trở nên mong manh.

Sản lượng dầu của Mỹ bị hạn chế bởi giá dầu
(Sản lượng dầu thô, triệu thùng/ngày)



Mỹ coi AI như một “Manhattan Project” để giữ thế trước Trung Quốc nên phải có điện rẻ và đủ, nhưng đường sản lượng dầu cho thấy Mỹ đã lên đỉnh mới (~13,6 triệu thùng/ngày) mà đà tăng đang chậm lại. Giá dầu càng bị ghìm thấp để hỗ trợ lạm phát thì Dầu Đá Phiến càng khó khai thác thêm, khiến mục tiêu “vừa hạ giá năng lượng vừa tăng mạnh sản lượng” tự triệt tiêu. Vì vậy phần “đường dài” của chính sách đang ngả sang mở rộng nguồn điện khác dầu (đặc biệt hạt nhân/địa nhiệt...)

PHẦN 2

Hoa Kỳ



PHẦN 2: HOA KỲ

Thuế quan và thương mại:

Những lo ngại về việc kịch bản Smoot Hawley giai đoạn 1929 đến 1933 có thể lặp lại rất cuộc đã không trở thành hiện thực. Thương mại quốc tế trong năm 2025 vẫn ghi nhận mức tăng trưởng đáng kể. Khối lượng thương mại hàng hóa toàn cầu ước tăng khoảng 4,9% trong nửa đầu năm so với cùng kỳ, trong đó nhu cầu liên quan đến AI tăng mạnh còn góp phần kéo xuất khẩu của nhiều quốc gia đi lên. Phần lớn các đối tác thương mại đã lựa chọn kiềm chế thay vì trả đũa gay gắt. Canada từng áp thuế trả đũa 25% lên hàng Mỹ vào đầu năm 2025 nhưng đã gỡ bỏ gần như toàn bộ kể từ ngày 1 tháng 9 năm 2025 sau các cuộc đàm phán hòa giải. Liên minh châu Âu cũng từng chuẩn bị một danh sách đánh thuế mang tính nhạy cảm về chính trị nhắm vào Mỹ, song cuối cùng đã đình chỉ sau khi đạt được thỏa thuận trong mùa hè, theo đó Mỹ chấp nhận trần thuế 15% đối với EU thay vì nâng cao hơn. Brazil và Ấn Độ dù có những phát biểu cứng rắn nhưng không triển khai trả đũa toàn diện, chủ yếu dừng ở mức thương lượng. Nhìn chung, **đa số các quốc gia chọn chờ đợi đàm phán hơn là đẩy căng thẳng lên cao.**

Cũng cần ghi nhận rằng các doanh nghiệp Mỹ đã chủ động xoay xở theo nhiều cách để giảm thiểu tác động của thuế quan. Nhiều công ty nhập hàng sớm (front loading) để dự trữ trước khi thuế suất tăng, khiến khối lượng nhập khẩu của Mỹ tăng vọt trong ngắn hạn rồi giảm trở lại. Một số doanh nghiệp tận dụng kho ngoại quan, giữ hàng chưa thông quan nhằm trì hoãn hoặc tránh thuế, hiện tượng này phổ biến đến mức Mỹ phải áp thuế phạt 40% nếu phát hiện hàng cố ý đi đường vòng qua nước thứ ba.

Những cách tái phân loại mã hàng hóa để hưởng mức thuế thấp hơn cũng được ghi nhận trong ngành logistics. Nhờ các điều chỉnh này, gánh nặng thuế thực tế thấp hơn đáng kể so với mức thuế danh nghĩa. Dù mức thuế bình quân hàm ý theo chính sách khoảng 17-18%, số liệu thực thu cho thấy thuế hiệu dụng thực nộp trong 2025 chỉ quanh ~10,55% tháng 8/2025 (nguồn tại [đây](#)). Quá trình linh hoạt này tạo ra một màn sương mù chính sách, khiến nhiều doanh nghiệp tạm hoãn tuyển dụng và đầu tư để chờ luật chơi rõ ràng hơn. Tương ứng với đó, tăng trưởng việc làm tư nhân của Mỹ đã chậm lại đáng kể. Số liệu mới cho thấy từ giữa năm 2024 đến đầu năm 2025, kinh tế Mỹ tạo ra ít hơn khoảng 911 nghìn việc làm so với ước tính trước đây. Dù tỷ lệ thất nghiệp vẫn quanh mức thấp khoảng 4,3%, tốc độ tạo việc làm mới trong khu vực tư nhân đã có thời điểm chững lại hoặc chuyển sang âm trong mùa hè năm 2025. Nhìn chung, thuế quan trên giấy tờ có vẻ cao, nhưng tác động thực tế đến lạm phát và tăng trưởng lại nhẹ hơn dự báo, một phần nhờ khả năng thích ứng linh hoạt của doanh nghiệp.

Dù triển vọng năm 2026 có phần bớt biến động, chính sách thương mại của Mỹ vẫn tiềm ẩn những điểm ngoặt khó lường. Tòa án Tối cao đang xem xét liệu việc chính quyền Trump sử dụng Đạo luật IEEPA để áp thuế trên diện rộng có vượt quá thẩm quyền hay không. Nếu Tòa bác bỏ các mức thuế dựa trên IEEPA, thuế suất nhập khẩu bình quân có thể lập tức giảm một nửa, qua đó giúp người tiêu dùng và doanh nghiệp giảm đáng kể chi phí. Đồng thời, Chính phủ có thể phải hoàn trả cho doanh nghiệp hàng chục tỷ USD tiền thuế đã thu, với ước tính từ 70 đến 90 tỷ USD.

Dù chính quyền Trump tuyên bố có thể tìm cách viện dẫn các đạo luật khác để duy trì một phần thuế, giới doanh nghiệp vẫn trong **trạng thái chờ đợi** kết quả và các quy tắc mới. Tâm lý thận trọng này khiến nhiều công ty tiếp tục **tri hoãn tuyển dụng và đầu tư** cho đến khi luật chơi trở nên rõ ràng hơn. Ngay cả các quan chức Fed cũng thừa nhận rằng **sự bất định** từ chính sách tài khóa và thương mại đang kìm hãm quyết định nhân sự của doanh nghiệp, điều mà chính sách tiền tệ khó có thể bù đắp. Dù vậy, xu hướng chính sách hướng nội của Mỹ đồng nghĩa với việc các đối tác bên ngoài khó có thể kỳ vọng hưởng lợi nhiều từ sức cầu của Hoa Kỳ.

Nhóm 10% hộ gia đình giàu nhất chiếm 1/2 tổng chi tiêu (tỷ trọng tổng thể, đvt : %)

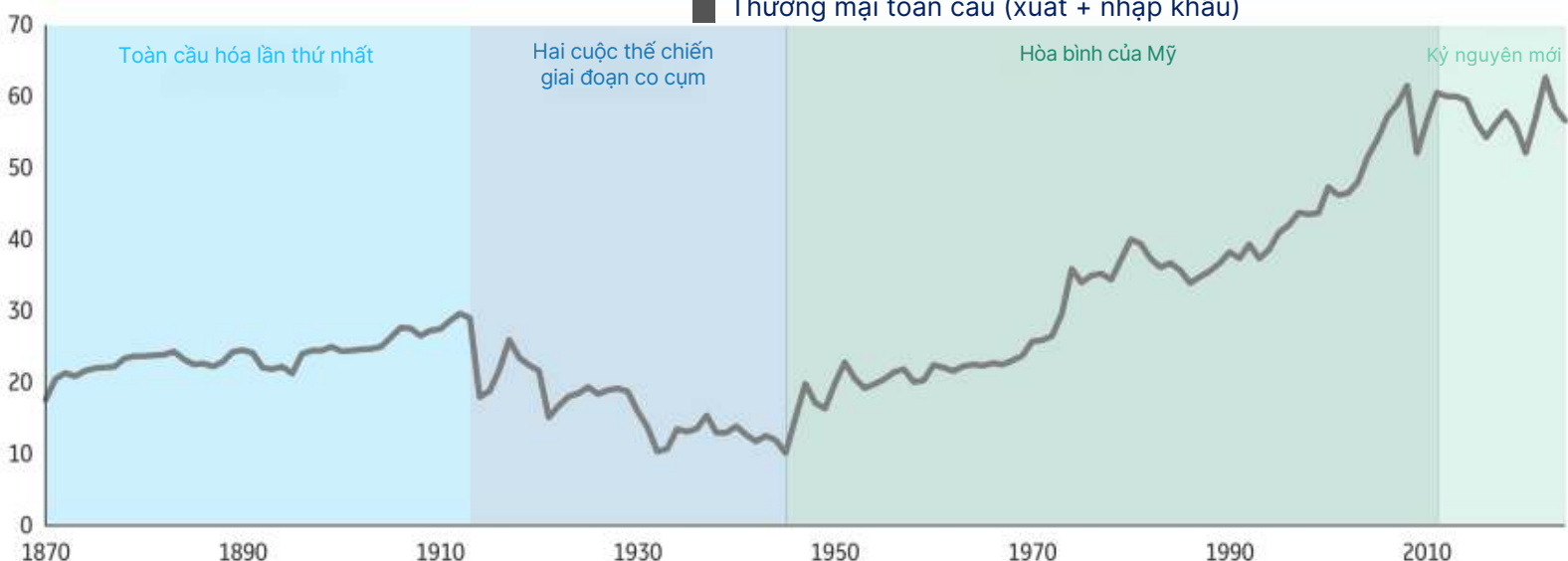


Nguồn: California State University, Fullerton

Chỉ cần tài sản của nhóm này (cổ phiếu/nhà) chứng lại là tổng cầu dễ hụt hơi, trong khi phần đông vẫn cảm thấy khó khăn dù số liệu chung “không xấu”, đúng kiểu kinh tế nhìn ổn mà “cảm giác suy thoái” vẫn tồn tại.

Thương mại toàn cầu đang chứng lại nếu đo theo tỷ trọng trong hoạt động kinh tế

Thương mại toàn cầu (xuất + nhập khẩu)



Nguồn: Our World in Data, IMF (11/2025)

Hai biểu đồ nói cùng một câu chuyện: toàn cầu hóa không “mở rộng theo chiều sâu” nữa, vì sau khi tăng mạnh nhiều thập kỷ, tỷ lệ thương mại toàn cầu (xuất+nhập)/GDP đã chứng lại từ khoảng 2010, tức thương mại không còn tăng nhanh hơn quy mô nền kinh tế như giai đoạn trước. Nhưng “chứng tỷ trọng” không đồng nghĩa “thương mại sụt”: khối lượng container vẫn ở mức rất cao, riêng 10/2025 quay lại trên 16 triệu TEU, song động lực tăng lại nghiêng về châu Á và các tuyến mới, trong khi các khu vực phát triển tăng chậm hơn, qua đó hàm ý thương mại đang tái định tuyến và khu vực hóa thay vì bùng nổ rộng khắp như trước.

Tổng sản lượng container toàn cầu, nghìn TEU



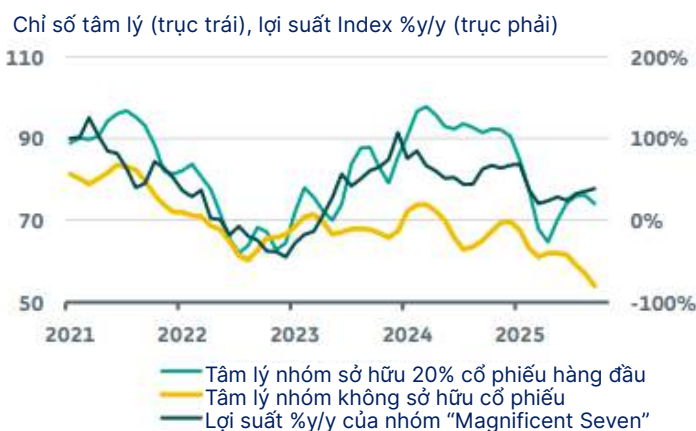
Nguồn: CTS, Allianz Research

Hoạt động kinh tế:

Chỉ số PMI lĩnh vực sản xuất duy trì dưới mốc 50 suốt năm 2025. Tuy nhiên, khi nhìn kỹ hơn, bức tranh này phản ánh tình trạng xấu vì tồn kho nhiều hơn là xấu vì cầu suy giảm. Đơn hàng mới và sản lượng sản xuất nhìn chung vẫn khá ổn định. Nói cách khác, **các nhà máy chủ yếu đang cắt giảm lượng tồn kho dư thừa tích trữ từ trước, chứ không phải đối mặt với sự sụt giảm đột ngột của khách hàng**. Điều này lý giải vì sao PMI dưới 50 nhưng nền kinh tế không rơi vào trạng thái lao dốc, khi sản lượng thực tế không giảm tương ứng với chỉ số. Trái lại, khu vực dịch vụ tiếp tục tăng trưởng tích cực dù đôi lúc có những dao động ngắn hạn, và vẫn đóng vai trò là trụ cột của nền kinh tế trong năm 2025. Từ du lịch, giải trí cho tới y tế, phần lớn các ngành dịch vụ đều cho thấy nhu cầu ổn định, tạo nên một tấm đệm quan trọng chống lại suy giảm kinh tế.

Điểm sáng nổi bật nhất nằm ở chi tiêu tiêu dùng cá nhân, đặc biệt là nhóm chi tiêu tùy ý cho các hàng hóa và dịch vụ không thiết yếu như du lịch, mua sắm cao cấp hay giải trí.

Tâm lý người tiêu dùng yếu, trừ khi bạn sở hữu cổ phiếu AI

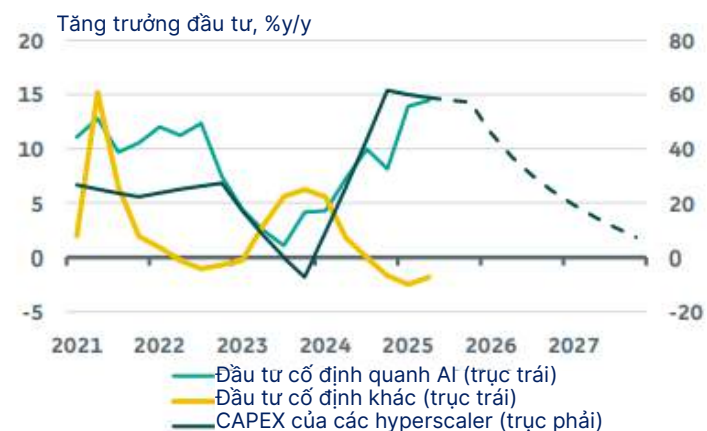


Nguồn: University of Michigan, Bloomberg, LSEG, S&P Global, ABN AMRO Group Economics

Khi 10% hộ giàu nhất đang gánh gần nửa tổng chi tiêu, tăng trưởng tiêu dùng vì thế lệ thuộc mạnh vào túi tiền và tâm lý của nhóm này; chỉ cần thị trường cổ phiếu hạ nhiệt, "động cơ" chi tiêu cũng dễ hụt hơi. Biểu đồ đầu tư cũng phân kỳ tương tự: tiền đang dồn vào một nhánh rất hẹp là trung tâm dữ liệu/AI (tăng trên 50%/năm), còn các mảng đầu tư khác và nhà ở lại chậm hoặc co lại. Nói cách khác, tăng trưởng được "đỡ" bởi một vài hạng mục công nghệ, trong khi phần nền của kinh tế thực chưa bắt nhịp; nếu dòng vốn AI giảm tốc, khoảng trống sẽ lộ rõ vì các động lực còn lại chưa đủ khỏe để thay thế.

Trong nửa đầu năm 2025, chi tiêu phi thiết yếu thực tế của người dân Mỹ ước tăng trên 3% so với cùng kỳ năm trước, trong khi lịch sử 60 năm qua chưa từng ghi nhận một cuộc suy thoái nào mà nhóm chi tiêu này vẫn tăng dương trong cả năm. Số liệu PCE đã điều chỉnh lạm phát cho thấy tổng chi tiêu của người dân trong quý II năm 2025 tăng 2,4% so với cùng kỳ, phản ánh sức mua của nền kinh tế vẫn tiếp tục mở rộng. Đáng chú ý, cơ cấu chi tiêu ngày càng nghiêng về nhóm thu nhập cao. **Những hộ gia đình khá giả vẫn duy trì mua sắm và chi tiêu mạnh cho các dịch vụ như du lịch và ăn uống, bù đắp cho việc các tầng lớp thu nhập thấp hơn phải thắt chặt chi tiêu**. Thực tế này hàm ý rằng nền kinh tế khó rơi vào suy thoái khi nhóm người giàu vẫn còn chi tiền, bởi họ chiếm tỷ trọng lớn trong tổng cầu và thường ít bị ảnh hưởng hơn trước mặt bằng lãi suất cao. Điều đó cũng làm nổi bật hình ảnh một **nền kinh tế chữ K**, nơi sự lạc quan của thị trường tài chính có thể không phản ánh đầy đủ những khó khăn mà phần đông các hộ gia đình bình dân đang phải đối mặt, một rủi ro xã hội và chính trị đáng để lưu tâm.

Kinh tế thực phân hóa theo cách tương tự



Lao động và nhập cư: low hire, low fire

Sau giai đoạn phục hồi nóng hậu COVID, thị trường lao động Mỹ bước sang năm 2025 với nhịp độ chậm lại nhưng không sụp đổ. Tỷ lệ thất nghiệp tăng nhẹ lên khoảng 4,3%, từ mức đáy gần 3,5%, chủ yếu vì lực lượng lao động quay trở lại nhiều hơn, chứ không phải do làn sóng sa thải ồ ạt. Điểm đáng chú ý nằm ở mô hình tuyển ít, sa thải ít. Các doanh nghiệp gần như đóng băng tuyển dụng mới, nhưng đồng thời cố gắng giữ lại nhân sự hiện có. Số liệu JOLTS tháng 10/2025 cho thấy chỉ có 2,9 triệu người tự nguyện nghỉ việc, với tỷ lệ quit rate ở mức 1,8%, thấp nhất trong hơn một thập kỷ, nếu không tính giai đoạn phong tỏa năm 2020. Ở chiều ngược lại, số người bị sa thải chỉ tăng rất nhẹ, khoảng 1,9 triệu trong tháng, tương ứng layoff rate khoảng 1,2%, gần bằng mức thấp lịch sử giai đoạn 2016 đến 2019. Những con số này phản ánh tâm lý thận trọng từ cả hai phía. **Người lao động ngại nhảy việc vì lo rủi ro, còn doanh nghiệp cũng dè chừng sa thải vì tuyển mới ngày càng khó và tốn kém.** Kết quả là thị trường lao động giảm tốc nhưng không gãy, tồn tại trong một trạng thái cân bằng mong manh. Chủ tịch Fed Powell gọi đây là **một kiểu thăng bằng kỳ lạ**, khi nhu cầu lao động chứng lại rõ rệt, nhưng cung lao động cũng thu hẹp do dân số già và nhập cư giảm. Nếu hai phía cùng giảm tốc với nhịp tương đồng, tỷ lệ thất nghiệp có thể đi ngang quanh 4 đến 4,5%. Tuy nhiên, Fed cũng cảnh báo rằng nếu nhu cầu lao động suy giảm nhanh hơn cung, chẳng hạn trong kịch bản suy thoái sâu, thất nghiệp có thể tăng vọt.

Chính sách nhập cư cứng rắn từ năm 2025 đã rút bớt nguồn cung lao động, đặc biệt trong các ngành sử dụng nhiều lao động tay chân như xây dựng, nông trại và dịch vụ ăn uống. Bộ An ninh Nội địa Mỹ cho biết đến cuối năm 2025 đã có hơn 2,5 triệu người nhập cư bất hợp pháp rời khỏi Hoa Kỳ, trong đó khoảng 605 nghìn người bị trục xuất và 1,9 triệu người tự nguyện rời đi. Việc hàng triệu lao động rời khỏi thị trường lẽ ra phải tạo ra sự thiếu hụt nghiêm trọng, nhưng đến nay các số liệu chưa cho thấy sự sụt giảm sản lượng tương ứng. Thực tế, tăng trưởng cung lao động gần như đình trệ khi dân số hoạt động hầu như không tăng trong năm 2025, phần nào lý giải tình trạng tuyển dụng khó khăn hiện tại. Dù vậy, cú sốc ICE từ chiến dịch trấn áp lao động nhập cư trái phép vẫn chưa thể hiện rõ trên các chỉ số sản lượng và việc làm. Thị trường cũng không chứng kiến làn sóng tuyển dụng lao động hợp pháp để thay thế, đơn giản vì không có đủ người để tuyển. Thay vào đó, doanh nghiệp lựa chọn đầu tư máy móc và ứng dụng AI để nâng năng suất, tiếp tục duy trì sản xuất với ít nhân công hơn. Nếu quan sát kỹ, có thể thấy xu hướng này đang dần hiện lên trong thống kê, khi câu chuyện AI thay người bắt đầu mạnh mẽ.

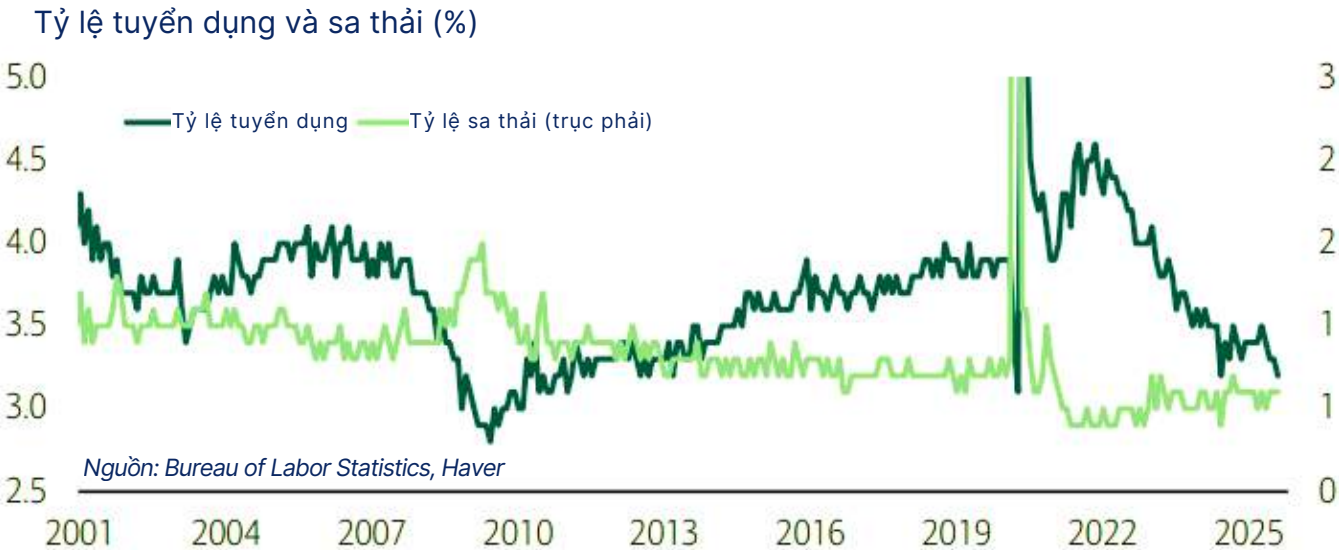
Dữ liệu ADP cho thấy tại những ngành nghề có mức phơi nhiễm cao với AI như lập trình phần mềm hay chăm sóc khách hàng, việc làm của lao động trẻ trong độ tuổi 22 đến 25 đã giảm 6% từ cuối năm 2022 đến giữa năm 2025. Trong khi đó, số việc làm dành cho nhóm lao động lớn tuổi hơn trong cùng ngành lại tăng từ 6 đến 13%. Cụ thể, số lập trình viên dưới 25 tuổi đã giảm tới 20% so với đỉnh cuối năm 2022, trong khi nhóm lập trình viên trung niên hầu như không bị ảnh hưởng (nguồn tại [đây](#)).

Tương tự, nhân viên chăm sóc khách hàng trẻ giảm khoảng 11%, còn nhóm lớn tuổi giữ được sự ổn định. Ở chiều ngược lại, những ngành ít chịu tác động từ AI như y tá và chăm sóc sức khỏe lại ghi nhận việc làm tăng ở mọi nhóm tuổi. Những con số này gợi ý rằng AI đang dần loại bỏ các vị trí sơ cấp trong những lĩnh vực dễ tự động hóa, trong khi lao động kỹ cừu được hỗ trợ để làm việc hiệu quả hơn. Xu hướng này phù hợp với nhận định rằng AI bùng nổ trong khi phần còn lại vận động chậm chạp. AI tạo ra một nhóm doanh nghiệp và người lao động hưởng lợi lớn, trong khi nhiều nhóm khác chững lại. Phần thưởng từ tăng năng suất nghiêng về phía vốn, bao gồm nhà đầu tư công nghệ và chủ doanh nghiệp, nhiều hơn là lao động phổ thông, qua đó góp phần nới rộng chênh lệch giàu nghèo. Ở bình diện chung, năng suất lao động bình quân có dấu hiệu cải thiện. Sau giai đoạn 2019 đến 2022 trầm lắng, năng suất trong các năm 2023 và 2024 tăng khoảng 3% mỗi năm, được cho là kết quả của làn sóng đầu tư công nghệ nhằm bù đắp sự thiếu hụt nhân lực.

Dẫu vậy, xu hướng ứng dụng công nghệ vẫn **chưa đủ** để bù đắp hoàn toàn bài toán nhân lực. Dân số già hóa cùng với việc nhập cư bị hạn chế đặt ra thách thức dài hạn cho tăng trưởng. Trong bối cảnh thiếu lao động, về mặt kinh tế, Mỹ lẽ ra cần nới lỏng nhập cư để bù đắp, nhưng các tính toán chính trị lại đi theo hướng ngược lại. Chính quyền ông Trump ưu tiên hình ảnh cứng rắn về biên giới, dù hệ quả kinh tế có thể là tăng trưởng chậm hơn và lạm phát cao hơn do chi phí nhân công tăng. Đồng thời, việc sa thải lãnh đạo cơ quan thống kê như BLS, như sẽ đề cập ở phần sau, còn khiến câu chuyện thị trường lao động trở nên nhạy cảm hơn về niềm tin.

Liệu các số liệu về thất nghiệp và tạo việc làm phản ánh đúng thực tế, hay đã bị điều chỉnh để phục vụ mục tiêu chính trị, là câu hỏi ngày càng được nhắc đến. Tất cả những yếu tố này cùng đặt ra thách thức cho năm 2026, khi thị trường lao động phải đối mặt đồng thời với thiếu người, áp lực tăng lương, làn sóng AI và những tranh luận chính trị xoay quanh câu chuyện ai là người thắng và ai là kẻ thua.

Tỷ lệ sa thải vẫn thấp hơn trước đại dịch, nhưng tuyển dụng đã chậm lại rõ rệt



Các công ty tuyển dụng cầm chừng do nhu cầu nhân lực tăng chậm lại cũng như độ bất định của chính sách, nhưng cũng tránh sa thải vì thị trường lao động vẫn thắt chặt, hơn thế nữa, họ nhớ bài học “lao động khan hiếm” hậu COVID nên không muốn mất nhân viên có kỹ năng.

Lạm phát: thuế quan gây nóng có giới hạn, nhà ở và lương đang hạ nhiệt, nhưng chính trị dễ kéo Fed mềm

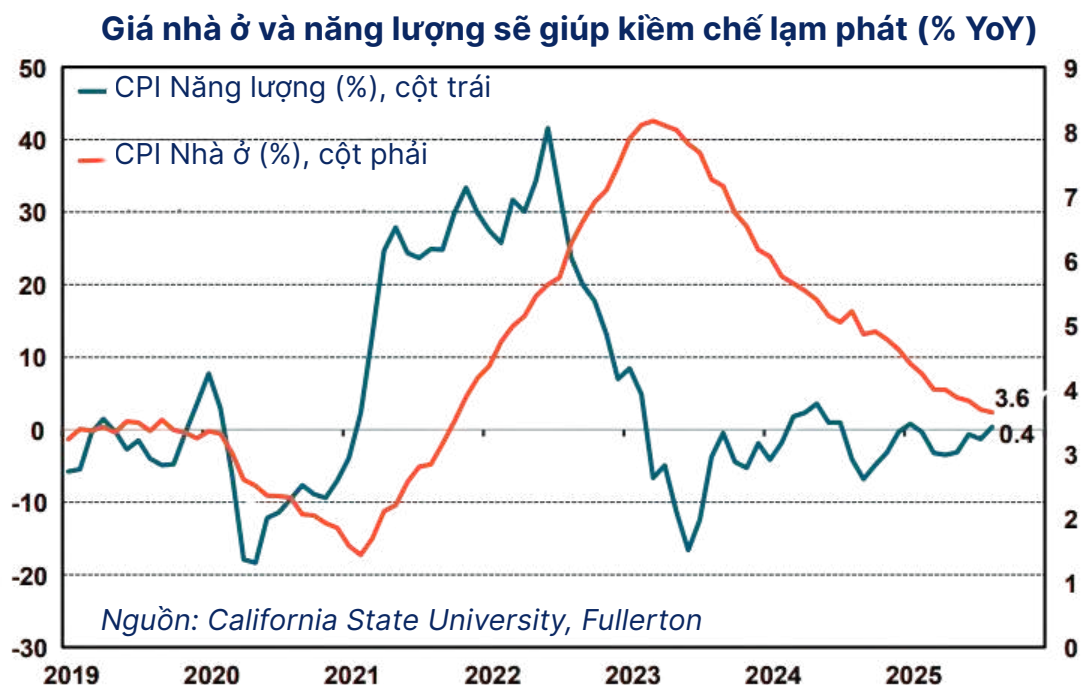
Các đợt thuế nhập khẩu phổ quát trong năm 2025 chắc chắn tạo áp lực đẩy giá hàng hóa lên, nhưng mức độ truyền dẫn sang giá tiêu dùng diễn ra với độ trễ và có giới hạn. *Khi thuế mới được áp dụng, nhiều doanh nghiệp đã chủ động tăng tồn kho dự phòng, nên chưa vội điều chỉnh giá bán.* Chỉ khi thuế dần trở thành **một phần chi phí cố định**, gánh nặng này mới được **chuyển sang người tiêu dùng** thông qua những đợt tăng giá từng phần. Giới phân tích dự báo độ trễ lớn nhất của tác động thuế sẽ rơi vào đầu năm 2026. Thực tế, lạm phát hàng hóa tại Mỹ đã tăng nhanh vào cuối năm 2025 và được dự báo duy trì nhịp cao trong quý I/2026, khi doanh nghiệp điều chỉnh bảng giá đầu năm để phản ánh chi phí thuế. Tuy nhiên, do quá trình điều chỉnh diễn ra theo lộ trình, áp lực này nhiều khả năng sẽ giảm dần từ giữa năm 2026. Quan trọng hơn, thuế quan hầu như **không lan sang khu vực dịch vụ**. Giá dịch vụ, chiếm khoảng 69% giỏ CPI, vẫn tăng chậm và thậm chí hạ nhiệt nhờ giá thuê nhà giảm. Vì vậy, lạm phát chung được kỳ vọng sẽ ổn định hơn trong nửa sau năm 2026.

Bước sang giai đoạn 2025 đến 2026, ba thành tố lớn nhất chi phối lạm phát Mỹ đều đang đi theo hướng kìm hãm đà tăng giá quá nóng. **Thứ nhất là nhà ở**, cấu phần lớn và dai dẳng nhất trong CPI, đang chứng lại rõ rệt. Các chỉ số thuê nhà mới dựa trên thị trường cho thấy lạm phát nhà ở có thể giảm xuống khoảng 3% mỗi năm vào cuối 2026, so với mức trên 7% vào năm 2022 (nguồn tại đây). Thực tế, CPI nhà ở tháng 10/2025 chỉ tăng 0,3%, mức thấp nhất trong nhiều năm. **Thứ hai là tiền lương**, áp lực lương đã dịu đi khi thị trường lao động trở nên bão hòa hơn.

Chỉ số Atlanta Fed Wage Tracker cho thấy lương danh nghĩa tăng khoảng 4% so với cùng kỳ, trong khi với người chuyển việc, mức tăng còn khoảng 4,5%, giảm đáng kể so với đỉnh gần 8% năm 2022. Fed dự báo tăng trưởng chi phí lao động sẽ về khoảng 3,5% trong năm 2026, phù hợp với mục tiêu lạm phát 2% cộng với năng suất. **Thứ ba là năng lượng**, thị trường dầu mỏ toàn cầu dư cung nhẹ khiến giá dầu duy trì ở mức tương đối thấp. Năm 2024, giá dầu WTI bình quân khoảng 77 USD mỗi thùng, vẫn cao hơn ngưỡng hòa vốn ước tính 62 đến 64 USD của các nhà sản xuất Permian (nguồn tại đây) nên sản lượng trong nước tiếp tục tăng khoảng 2%. Đến cuối năm 2025, giá dầu có lúc giảm về vùng 60 USD, giúp kìm hãm lạm phát xăng dầu, nhưng cũng khiến số giàn khoan Mỹ giảm từ 308 xuống khoảng 280 giàn. Dù vậy, đà tăng giá năng lượng đã được kiểm soát tốt hơn nhiều so với năm 2022, khi dầu vượt 100 USD mỗi thùng. Giá điện sinh hoạt tăng nhẹ khoảng 4% so với cùng kỳ vào tháng 9/2025 do chi phí khí đốt và nhu cầu cao từ các trung tâm dữ liệu, nhưng nhìn chung lạm phát năng lượng chỉ ở mức 3 đến 4%, thấp hơn rất nhiều so với mức trên 40% của năm 2022. Tổng hợp lại, lạm phát Mỹ đang được neo bởi bộ ba gồm nhà ở hạ nhiệt, lương tăng chậm và năng lượng ổn định. Một ví dụ dễ thấy là giá trứng, từng tăng hơn 60% trong năm 2022 do dịch cúm gia cầm, nay đã giảm mạnh. Đến tháng 9/2025, giá trứng tại Mỹ vẫn cao hơn khoảng 10% so với cùng kỳ, nhưng đã trở lại trạng thái bình ổn. *Những cú sốc tạm thời từ dịch bệnh hay thời tiết rõ ràng không phải dấu hiệu của lạm phát tiền tệ, và chúng đang tự điều chỉnh.*

Trước đại dịch, các NHTW từng đau đầu vì không thể kéo lạm phát lên mức 2%. Giờ đây, bối cảnh đã đảo ngược. Lạm phát quanh mức 3% và một số chính trị gia cho rằng mức này có thể chấp nhận được nếu đối lại tăng trưởng cao và thất nghiệp thấp. Thực tế, nợ công Mỹ đang ở mức kỷ lục, trong khi lãi suất cao làm chi phí ngân sách phình to, khiến giới cầm quyền dễ chịu hơn với lạm phát cao, bởi *lạm phát giúp bào mòn giá trị thực của nợ*. Bên cạnh đó, áp lực từ Nhà Trắng trong việc duy trì đà tăng trưởng trước kỳ bầu cử cũng tạo động lực để Fed sớm xoay trục nói lỏng. Quan điểm cho rằng lạm phát từ 3 đến 4% không phải là thảm họa, miễn là lương thực tế tăng và thất nghiệp thấp, đã bắt đầu xuất hiện trong Nhà Trắng. Tháng 12/2025, Fed thông báo dừng thu hẹp bảng cân đối sau một thời gian kéo dài. Khoản mua T-Bill 40 tỷ USD bắt đầu từ 12/12/2025 quy mô nhỏ, không phải là QE và nhằm mục tiêu duy trì dự trữ.

Điều **quan trọng là cần phân biệt giữa tác động của chính sách và các cú sốc tạm thời**. Lạm phát Mỹ hiện nay một phần xuất phát từ chính sách, chẳng hạn như việc thuế quan được thiết kế để nâng giá hàng hóa nhập khẩu, chứ không hoàn toàn do các yếu tố tự nhiên. Những biến động giá như trứng, xăng hay xe cũ chủ yếu mang tính ngắn hạn và đang quay về mức bình thường. Ngược lại, chính sách công nghiệp và nhập cư mới là những yếu tố định hình mặt bằng giá trong dài hạn. Nói một cách khác, thuế quan có thể làm căn nhà ấm lên, nhưng chưa đủ để đốt cháy cả căn nhà. Và theo người viết thì H1/2026 nó vẫn sẽ “bám dính” (sticky inflation) nhưng không tăng tốc. Lạm phát chưa vượt khỏi tầm kiểm soát, song nền nhà đã được neo ở mức cao hơn 2%. Fed có thể chấp nhận một căn nhà *hơi ấm* hơn bình thường một chút, hơi ấm khá dai dẳng, miễn là niềm tin vẫn được giữ vững.



Biểu đồ cho thấy “neo” lạm phát đang nằm ở nhà ở và năng lượng: CPI Nhà Ở đã hạ về quanh 3,6% (mức mềm nhất nhiều năm) và năng lượng khá ổn nhờ nguồn cung dồi dào, nên cú hích giá do thuế quan chủ yếu chỉ “gợn” ở phần hàng hóa nhạy cảm, trong khi tỷ trọng hàng nhập trực tiếp trong core PCE vốn không lớn. Vấn đề nằm ở chỗ người tiêu dùng khó chịu với tăng giá: doanh nghiệp có thể còn hấp thụ một phần chi phí, nhưng rồi chi phí sẽ rò rỉ dần vào giá bán, dù mức độ “nóng” có thể bị kiềm nhờ Nhà Ở đang đi đúng hướng và tăng lương đã hạ về quanh 4%. Mặt còn lại của nhiệm vụ Fed là lao động đang mong manh hơn (lại đúng lúc số liệu chính thức bị trễ vì shutdown), nên câu chuyện 2026 dễ nghiêng về “nỗi lo tăng trưởng” hơn “nỗi lo lạm phát”: lạm phát có cửa hạ tiếp, nhưng nhịp chính sách sẽ bị quyết bởi việc làm và niềm tin.

Bất động sản và lãi suất dài: dễ thở nhưng có vết rạn

Thị trường nhà ở Mỹ đã hạ nhiệt, nhưng chưa chạm tới trạng thái mát mẻ. Lĩnh vực này trải qua hai năm biến động mạnh, khi lãi suất thế chấp tăng vọt từ khoảng 3% lên gần 8% đã dội một gáo nước lạnh vào nhu cầu mua nhà trong giai đoạn 2022 đến 2023. Đến cuối năm 2025, nhờ Fed đảo chiều chính sách, lãi suất thế chấp kỳ hạn 30 năm giảm về quanh mức 6,2%. Dù vậy, mức trên 6% vẫn cao gấp đôi thời kỳ 2020 đến 2021, khiến khả năng chi trả của hộ gia đình tiếp tục ở trạng thái yếu. Chỉ số thanh toán nhà/thu nhập hiện vào khoảng 35%, nghĩa là người mua nhà phải dành 35% thu nhập cho tiền gốc và lãi, cao hơn rất nhiều so với mức 20 đến 25% trước đại dịch. Giá nhà, sau khi giảm nhẹ trong năm 2023, đã tăng trở lại, với chỉ số giá nhà quốc gia hiện cao hơn khoảng 40% so với trước dịch. **Nguyên nhân nằm ở nguồn cung** nhà bán ra rất hạn chế, khi nhiều chủ nhà đã khóa được lãi suất thấp và không muốn bán, trong khi chi phí xây dựng cao khiến nguồn cung mới chỉ nhỏ giọt. Hệ quả là giao dịch nhà cũ giảm mạnh, chỉ còn khoảng 4 triệu căn mỗi năm so với mức 6 triệu trước đây, nhưng giá chỉ điều chỉnh nhẹ rồi đi ngang ở mặt bằng cao.

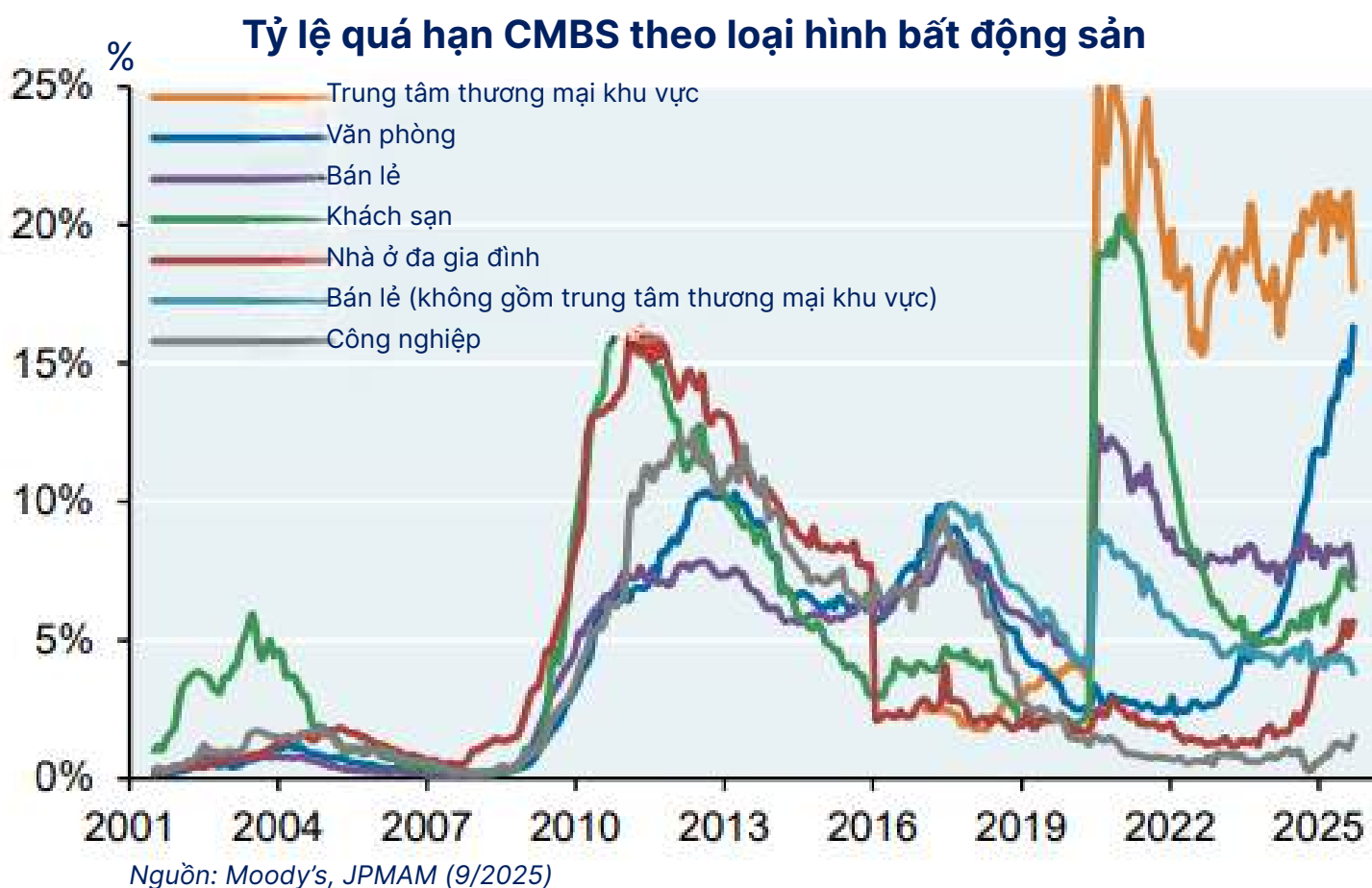
Trong khi nhà ở dân cư dần tìm được một điểm cân bằng mới, bất động sản thương mại, đặc biệt là văn phòng và bán lẻ, lại xuất hiện những vết rạn ngày càng rõ. Nguyên nhân chính là lãi suất dài hạn cao kéo dài nhiều năm đã làm giá trị tài sản suy giảm mạnh, đúng vào thời điểm hàng loạt khoản nợ đến hạn. Theo hãng Trepp, tỷ lệ nợ CMBS quá hạn của phân khúc văn phòng đã vọt lên 11,8% vào tháng 10 năm 2025, mức cao chưa từng có và vượt cả đỉnh của khủng hoảng tài chính 2008.

Sự phổ biến của làm việc từ xa (WFH) khiến nhu cầu thuê văn phòng sụt giảm, nhiều tòa nhà rơi vào tình trạng trống 30 đến 40%. Nợ quá hạn của các trung tâm thương mại khu vực cũng duy trì ở mức hai chữ số trong thời gian dài, với không ít khoản chỉ được gia hạn để kéo dài hiện trạng, trong khi **doanh thu trung tâm mua sắm tiếp tục chịu sức ép từ thương mại điện tử**. Ngay cả phân khúc từng được xem là ổn định như căn hộ cho thuê cũng không tránh khỏi tác động, khi tỷ lệ quá hạn CMBS của bất động sản căn hộ đạt 7,1% vào cuối năm 2025, mức cao nhất kể từ năm 2015. Trái lại, các loại hình như nhà kho và xưởng công nghiệp vẫn tương đối vững vàng, với tỷ lệ nợ quá hạn chỉ khoảng 0,5%.

Bước sang năm **2026, dự kiến gần 500 tỷ USD nợ bất động sản thương mại sẽ đáo hạn, trong đó phần lớn tập trung ở văn phòng và bán lẻ**. Với mặt bằng lãi suất hiện tại, nhiều chủ tòa nhà không đủ dòng tiền để gánh chi phí lãi cao khi tái cấp vốn, dẫn tới hai lựa chọn không mấy dễ chịu là vỡ nợ hoặc bán lỗ tài sản cho ngân hàng. Các ngân hàng khu vực tại Mỹ cũng đang dần siết tín dụng bất động sản, khiến vòng luẩn quẩn này thêm trầm trọng. Moody's ước tính giá trị các tòa văn phòng hạng B và C có thể đã giảm từ 40 đến 50% so với trước dịch. Tỷ lệ trống văn phòng tại New York đạt 17,5%, còn khu vực ngoài Manhattan lên tới 27%, những con số hiếm thấy trong lịch sử. Đây được xem là một quả bom hẹn giờ đối với hệ thống tài chính năm 2026 nếu không được xử lý theo cách trật tự. Để tránh kịch bản xấu, giới hoạch định chính sách đang cân nhắc một số hướng can thiệp.

Một khả năng được nhắc đến là Fed có thể mua lại chứng khoán bảo đảm bằng thế chấp sau khi kết thúc giai đoạn thu hẹp bảng cân đối, dự kiến vào tháng 12 năm 2025, và sẵn sàng can thiệp nếu thị trường nhà đất trở nên quá căng thẳng. Thậm chí, có đề xuất cực đoan hơn là Fed mua cả các khoản CMBS xấu để khoanh vùng rủi ro, dù phương án này vấp phải chỉ trích là cứu trợ ngầm và Fed chưa cho thấy mong muốn đi xa như vậy. Một hướng khác là kéo dài thời hạn vay, với ý tưởng cho phép thế chấp siêu dài hạn từ 40 đến 50 năm nhằm giảm gánh nặng thanh toán hàng tháng.

Nhật Bản và châu Âu từng có những sản phẩm tương tự, song **kỳ hạn quá dài khiến tổng lãi phải trả tăng lên** và có thể đẩy giá nhà cao hơn, vì người mua thường chỉ nhìn vào khoản trả hàng tháng. Ngoài ra, chính quyền ông Trump cũng có nỗ lực theo đuổi các chính sách nhà ở mang tính sáng tạo hơn, tập trung vào giảm quy định để hạ chi phí xây dựng như đơn giản hóa cấp phép và nới zoning, dù đến nay chưa có đột phá lớn. Một số bang triển khai trợ cấp cho người mua nhà lần đầu để bù đắp lãi suất cao, nhưng hiệu quả dài hạn vẫn còn là dấu hỏi.



Điểm đáng ngại ở đây là cú đánh mang tính “cấu trúc” chứ không chỉ do chu kỳ: **làm việc từ xa** khiến văn phòng thừa diện tích, còn **mua sắm trực tuyến** làm trung tâm thương mại (mall) mất khách, nên nợ quá hạn CMBS của office leo lên mức kỷ lục và tỷ lệ khoản vay bị đưa vào diện “xử lý đặc biệt” cũng vọt lên. Nhiều khoản đang được “kéo dài để khỏi vỡ” (gia hạn/nhượng bộ) tức là rủi ro bị đẩy về tương lai, và nếu dòng tiền thuê không quay lại thì vấn đề vẫn nằm đó. Ngược lại, nhóm kho bãi/công nghiệp ít căng hơn vì hưởng lợi từ thương mại điện tử và logistics, nên bức tranh **không phải “BDS thương mại khó khăn”, mà là cái khó nó rơi vào những phân khúc bị thay đổi hành vi tiêu dùng và cách làm việc.**

AI, năng lượng, USD, Fed và dữ liệu: hai chữ niềm tin

Từ AI đến an ninh năng lượng, từ uy tín của đồng USD đến sự độc lập của Fed và độ tin cậy của số liệu, những vấn đề nổi bật của kinh tế Mỹ giai đoạn 2025 đến 2026 dường như đều quy về một mẫu số chung là niềm tin. Chính quyền Trump xem AI là ưu tiên an ninh quốc gia và là động cơ đầu tư lớn nhất, nhưng để thắng trong cuộc đua này cần sự tin tưởng từ đồng minh và nhà đầu tư vào hệ sinh thái công nghệ Mỹ. Việc phát triển AI kéo theo nhu cầu điện khổng lồ, đòi hỏi người dân chấp nhận giá điện cao hơn như một khoản phí cho an ninh và tiện lợi. Song song, chính quyền tìm cách bảo vệ đồng USD trước làn sóng phi đô la hóa bằng cách sử dụng thương mại như công cụ gây sức ép, đồng thời **thúc đẩy stablecoin như một đường ống mới dẫn dòng USD**, với mục tiêu cuối cùng là củng cố niềm tin vào đồng bạc xanh. Trong khi đó, Fed bước vào giai đoạn khó khăn, vừa phải mua T-Bill để duy trì dự trữ hệ thống, vừa đối mặt với những nghi vấn xoay quanh tính độc lập và độ tin cậy của dữ liệu sau các động thái chưa có tiền lệ như sa thải lãnh đạo BLS hay bổ nhiệm những nhân sự thiếu kinh nghiệm. **Năm 2026, hai chữ niềm tin có thể sẽ quyết định thành bại của các chính sách liên quan đến AI, năng lượng, USD và điều hành vĩ mô.**

Trong chính sách công nghiệp, AI được chính quyền Trump che chở với hàng loạt động thái hỗ trợ mạnh mẽ. Ngay tuần đầu nhậm chức, ông ký sắc lệnh EO 14179 yêu cầu rà soát và gỡ bỏ các rào cản pháp lý bị cho là cản trở phát triển AI.

Bộ Thương mại được giao điều chỉnh khung quản lý, loại bỏ những nội dung mang tính ý thức hệ như yêu cầu về DEI hay biến đổi khí hậu, tạm gác các quy tắc thận trọng từ thời chính quyền tiền nhiệm để thúc đẩy đổi mới. Yêu cầu doanh nghiệp báo cáo đánh giá rủi ro mô hình AI theo EO 14110 thời Biden cũng bị hủy bỏ. Cùng lúc, chính quyền **đẩy mạnh xây dựng hạ tầng bằng lệnh thúc đẩy cấp phép tăng tốc trung tâm dữ liệu, nhà máy chip và nguồn điện**. Lệnh này cho phép tạo ngoại lệ trong đánh giá môi trường, sử dụng quỹ liên bang cho các dự án trên 500 triệu USD và dùng đất liên bang để xây dựng trung tâm dữ liệu cùng hạ tầng điện đi kèm. Khẩu hiệu “Build, Baby, Build” phản ánh rõ tham vọng xây dựng thần tốc và quy mô lớn. Ở mặt quốc tế, Mỹ nhận ra rằng kiểm soát chip AI đơn phương là chưa đủ, nên chuyển sang chiến lược kết nạp đồng minh. Các hạn chế xuất khẩu chip AI được nới lỏng cho Nhật Bản, Hàn Quốc và Liên minh châu Âu để kéo họ vào hệ sinh thái do Mỹ dẫn dắt, đổi lại là sự phối hợp hạn chế với Trung Quốc. Đồng thời, Mỹ thúc đẩy vai trò trong việc định hình tiêu chuẩn AI toàn cầu, nhằm biến công nghệ Mỹ thành chuẩn mực mà thế giới tin dùng.

Nhờ chính sách ưu ái này, đầu tư vào AI tại Mỹ đang bùng nổ và trở thành động lực chính cho tăng trưởng giai đoạn 2025 đến 2026. Các khoản chi cho trung tâm dữ liệu, thiết bị viễn thông và hệ thống tính toán gia tăng mạnh, **tạo ra một nền kinh tế mang hình chữ K**, nơi các ngành liên quan AI bứt phá trong khi phần còn lại trì trệ. Chỉ số Nasdaq AI tăng gần gấp đôi trong năm 2025, trong khi Russell 2000 gần như đi ngang.

Một số chuyên gia cảnh báo rủi ro bong bóng, nhưng **theo góc nhìn của người viết, bong bóng chỉ vỡ khi nó không được thổi tiếp**. Khi vốn đầu tư còn rẻ, kỳ vọng công nghệ còn cao và thanh khoản chưa quá căng, quả bóng AI vẫn có thể tiếp tục phình to.

AI cũng làm lộ rõ bài toán năng lượng. Nhu cầu điện tăng vọt buộc Mỹ phải chạy đua mở rộng lưới điện. Các đạo luật và lệnh hành pháp năm 2025 theo đuổi chiến lược đa nguồn, khuyến khích mạnh điện hạt nhân, địa nhiệt và pin nhiên liệu hydro. Mục tiêu được đặt ra là xây 10 lò phản ứng lớn mới trước năm 2030 và bổ sung tổng cộng 300 GW công suất hạt nhân đến năm 2050. Nếu đạt được, Mỹ sẽ có khoảng 400 GW điện hạt nhân, gấp bốn lần hiện nay, đủ cung cấp đáng kể cho các trung tâm dữ liệu AI.

Dù mục tiêu này đầy thách thức về vốn và an toàn, nó cho thấy hướng đi rõ ràng là biến niềm tin đầu tư AI thành niềm tin đầu tư hạ tầng điện. Song song, Bộ Năng lượng thúc đẩy phát triển lưới điện thông minh để truyền tải điện từ các khu vực dư thừa như Midwest đến các cụm trung tâm dữ liệu. Tuy nhiên, giá điện trung bình tại Mỹ vẫn đang tăng, năm 2025 cao hơn khoảng 15% so với năm 2020, một phần do chi phí đầu tư và vận hành liên quan AI. Giới hoạch định gọi đây là khoản phí an ninh và tiện lợi mà người dân phải trả dần, đổi lại là an ninh công nghệ và sự tiện ích của AI trong đời sống. Thành công của kế hoạch này **phụ thuộc lớn vào việc công chúng có tin tưởng và chấp nhận** tầm nhìn đó hay không.

Chi tiêu cho trung tâm dữ liệu sắp vượt chi tiêu xây dựng văn phòng

Chi tiêu xây dựng tư nhân (tỷ USD, tốc độ hàng năm đã điều chỉnh theo mùa, số liệu theo tháng*)



Tiền xây dựng tư nhân ở Mỹ đang rời “văn phòng truyền thống” để chuyển sang “hạ tầng AI”. Trong thống kê của Census, tòa nhà data center được xếp trong nhóm “office construction”, và từ đầu 2020 xây dựng data center tăng ~419% trong khi “general office” giảm ~36% nên bề ngoài “office” không sập mạnh như thực tế của văn phòng, vì phần tăng chủ yếu là data center, đây là một dịch chuyển cấu trúc, không phải nhiều ngăn hạn.

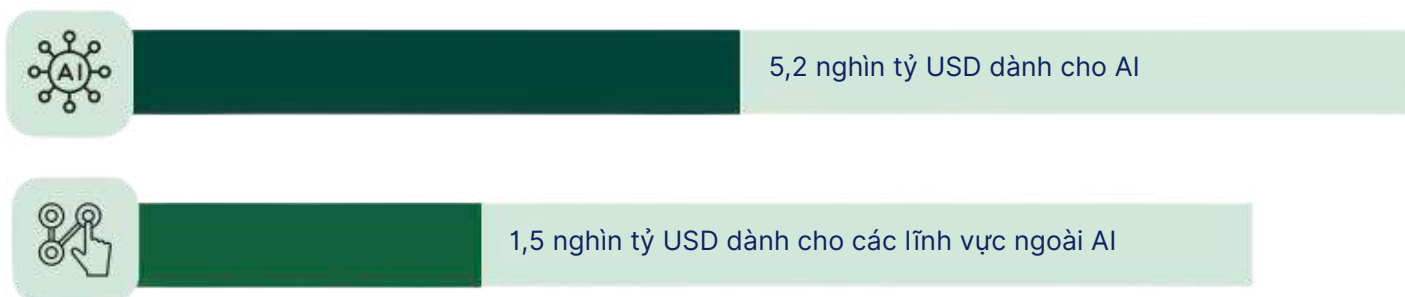
Với đồng USD, năm 2025 đánh dấu nhiều thử thách khi khối BRICS công khai thúc đẩy phi đô la hóa. Tại hội nghị BRICS tháng 7 năm 2025, các lãnh đạo bàn về khả năng phát hành đồng tiền chung. Đáp lại, Tổng thống Trump tuyên bố bất kỳ quốc gia nào rời bỏ đồng USD sẽ phải chịu thuế 100% và mất quyền tiếp cận thị trường Mỹ. Mỹ sử dụng thuế quan và trừng phạt như vũ khí để bảo vệ vị thế của USD, nhưng đây cũng là con dao hai lưỡi, khi các đối tác có thể càng quyết tâm xây dựng hệ thống thay thế. Trung Quốc đã âm thầm giảm dự trữ USD và tăng mua vàng cùng các ngoại tệ khác. Washington hiểu rằng cần kết hợp cả sức ép và giải pháp. Stablecoin được xem là công cụ mềm để duy trì vai trò của USD trong kỷ nguyên số. Các stablecoin USD như USDT hay USDC được bảo chứng hoàn toàn bằng tài sản an toàn, chủ yếu là trái phiếu kho bạc Mỹ ngắn hạn và tiền mặt.

Khi người dùng nạp USD, nhà phát hành đúc lượng token tương ứng và dùng số tiền đó để mua trái phiếu kho bạc. Mỗi token lưu hành vì thế được chống lưng bởi một phần trái phiếu Mỹ, khiến stablecoin trở thành phiên bản kỹ thuật số của kho bạc Hoa Kỳ và tái thiết đường ống dẫn USD trong không gian số.

Độc giả có thể đào sâu hơn tại [đây](#), từ trang số 14.

Với Fed, 2026 mở ra nhiều thách thức liên quan trực tiếp đến niềm tin. Sau 3 năm thu hẹp bảng cân đối, Fed mua ròng khoảng 40 tỷ USD tài sản từ ngày 12 tháng 12 năm 2025 để duy trì mức dự trữ dư thừa cho hệ thống ngân hàng. Dự trữ đang co về gần mức kiểm soát, với những dấu hiệu căng thẳng trên thị trường repo xuất hiện từ tháng 10/2025.

Chi tiêu vốn (Capex) của các Hyperscaler tính đến năm 2030



Nguồn: McKinsey (tính đến tháng 4/25)

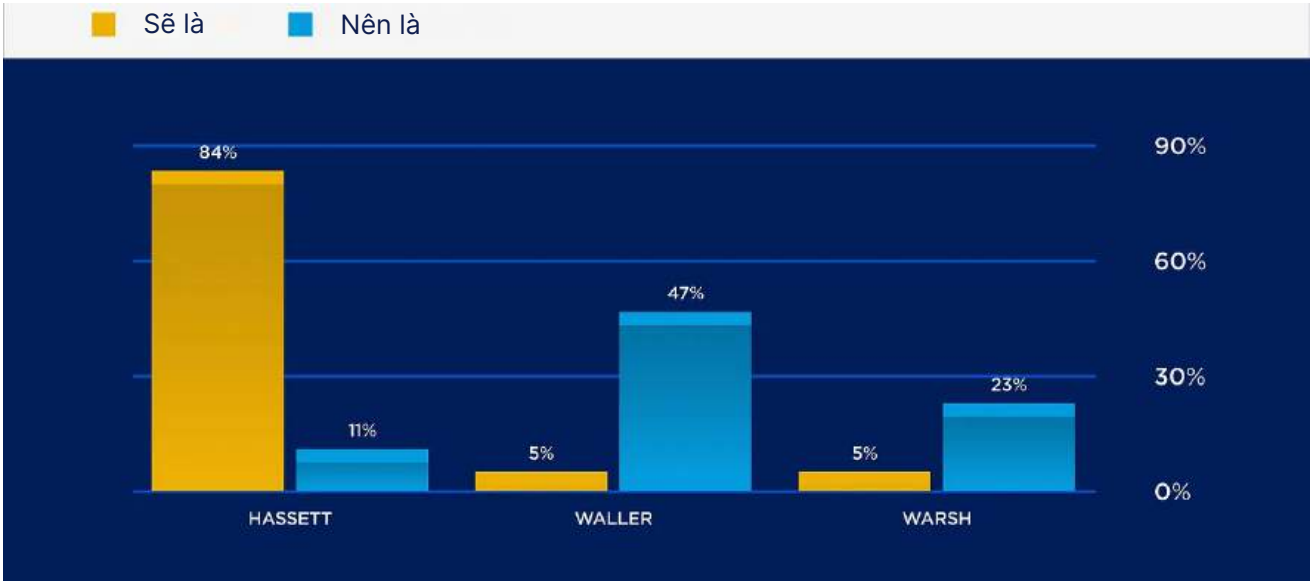
McKinsey ước tính đến 2030 thế giới cần khoảng 6,7 nghìn tỷ USD capex cho data center, trong đó ~5,2 nghìn tỷ USD dành cho AI và ~1,5 nghìn tỷ USD cho non-AI, tức phần lớn vốn đang chảy vào năng lực compute AI. Nhìn theo “động cơ tăng trưởng”, AI nhiều khả năng vẫn là đầu tàu của kinh tế Mỹ năm tới. S&P Global còn ước tính riêng cụm data center + thiết bị xử lý thông tin + phần mềm/R&D đã làm GDP Mỹ Q2/2025 cao hơn khoảng 0,5 điểm % so với kịch bản đi theo xu hướng cũ, tức AI đang “kéo” tăng trưởng ngay từ phía cung thông qua đầu tư.

Theo ước tính của RSQE, Fed có thể phải mở rộng bảng cân đối khoảng 200 tỷ USD mỗi năm trong vài năm tới để theo kịp tăng trưởng GDP và nhu cầu tiền mặt, dù **đây không phải là QE**. Năm 2026 cũng chứng kiến biến động nhân sự quan trọng khi Chủ tịch Fed Jerome Powell hết nhiệm kỳ vào tháng 2. Các ứng viên được đồn đoán gồm Kevin Hassett và Christopher Waller. Một lựa chọn thiên về chính trị có thể bị thị trường nhìn nhận là rủi ro niềm tin, trong khi một nhân sự giàu kinh nghiệm tiền tệ sẽ giúp trấn an hơn. **Người đứng đầu Fed tiếp theo sẽ phải đối diện với nghịch lý thị trường lao động yếu đi nhưng lạm phát dai dẳng, giá điện tăng và các cú sốc địa chính trị, đồng thời xây dựng đồng thuận trong FOMC, nơi các quyết định lãi suất được đưa ra tập thể.**

Cuối cùng, vụ sa thải lãnh đạo BLS vào tháng 8 năm 2025 đã gióng lên hồi chuông cảnh báo về nguy cơ can thiệp số liệu. Việc Tổng thống Trump cách chức Ủy viên BLS Erika McEntarfer ngay sau một báo cáo việc làm yếu, kèm cáo buộc không bằng chứng về thao túng số liệu, đã vấp phải phản ứng mạnh mẽ.

Bà McEntarfer gọi đây là bước đi nguy hiểm, dẫn tới mất lòng tin và hệ quả kinh tế nghiêm trọng, đồng thời nhắc lại rằng những quốc gia can thiệp thống kê như Argentina, Hy Lạp hay Thổ Nhĩ Kỳ đều từng trả giá bằng khủng hoảng, lạm phát cao và chi phí vay tăng. Ngay sau vụ việc, BLS phải cắt giảm khoảng 15% nhân sự và tạm ngưng thu thập một số dữ liệu CPI địa phương. Người kế nhiệm là E J Antoni từ Heritage Foundation. Bước sang 2026, tác động của thuế quan và nhập cư sẽ hiện rõ hơn trong dữ liệu, khi thuế dần trở thành chi phí cố định buộc doanh nghiệp tái cấu trúc chuỗi cung ứng và chuyển chi phí sang người tiêu dùng. Câu chuyện của Kenneth Arrow trong Thế chiến II nhắc rằng dù dự báo không hoàn hảo, con người vẫn cần số liệu để lập kế hoạch. **Số liệu chưa hoàn hảo vẫn tốt hơn rất nhiều so với không có số liệu nào.** Bảo vệ tính khách quan của dữ liệu vì thế cũng chính là bảo vệ nền tảng niềm tin của thị trường.

Khảo sát: Thống Đốc FED kế tiếp



Nguồn: Khảo sát CNBC

Trong khi thị trường kỳ vọng Kevin Hassett sẽ được bổ nhiệm làm Chủ tịch Cục Dự trữ Liên bang tiếp theo, ông lại không phải là lựa chọn của những người tham gia khảo sát của CNBC về Cục Dự trữ Liên bang.

Châu Âu



PHẦN 3: CHÂU ÂU

Tăng trưởng 2025: phục hồi nhưng cần bóc tách

Nhìn vào các con số tổng thể, kinh tế Eurozone năm 2025 cho thấy dấu hiệu phục hồi sau giai đoạn trì trệ kéo dài. Tuy nhiên, khi bóc tách từng lớp dữ liệu, bức tranh hiện ra không hoàn toàn liền mạch. Chỉ số PMI tổng hợp tăng đều và đạt 52,8 điểm vào tháng 11/2025, đánh dấu quý tích cực nhất trong vòng 2,5 năm. Động lực chính đến từ khu vực dịch vụ, nơi nhu cầu nội địa cải thiện rõ rệt và phần nào bù đắp cho sự yếu kém kéo dài của lĩnh vực sản xuất. Dù vậy, sự hồi phục của PMI sản xuất vẫn thiếu bền vững. Sản lượng nhà máy chỉ nhích lên nhờ xử lý hàng tồn kho, trong khi đơn hàng mới tiếp tục suy giảm 2 tháng liên tiếp, PMI sơ bộ tháng 12 ghi nhận mức giảm mạnh nhất trong 10 tháng, kéo hoạt động sản xuất quay lại trạng thái co hẹp. Nói cách khác, điểm số PMI nhìn qua có vẻ tích cực, nhưng ẩn bên dưới là những tín hiệu cho thấy chất lượng phục hồi cần được đánh giá thận trọng hơn, đặc biệt qua các cấu phần như đơn hàng và tồn kho.

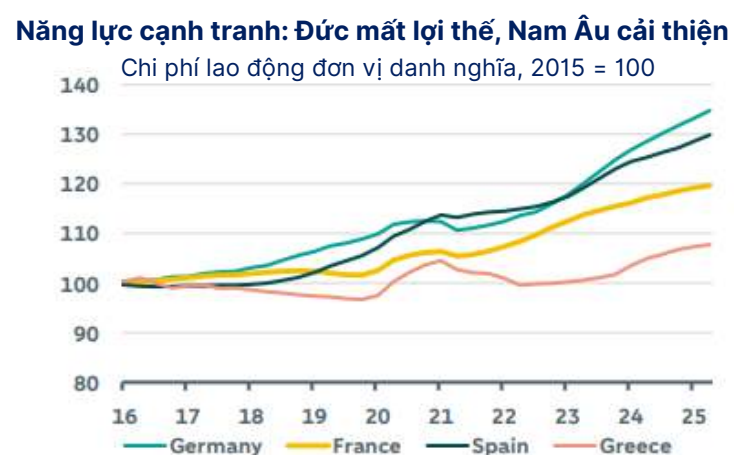
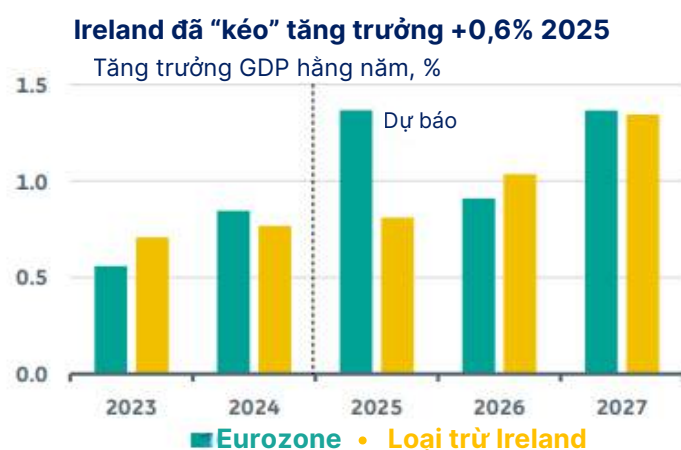
Một yếu tố khác khiến bức tranh tăng trưởng trở nên méo mó là cái gọi là **hiệu ứng Ireland**. Dữ liệu cho thấy riêng Ireland, với quy mô GDP chỉ khoảng 4% của toàn Eurozone, đã đóng góp tới một nửa mức tăng 0,6% GDP của khu vực trong quý I năm 2025. **Nguyên nhân** đến từ sự bùng nổ xuất khẩu dược phẩm và các **thủ thuật hạch toán của các tập đoàn đa quốc gia**. Hiện tượng này tạo ra một ảo giác tăng trưởng, khi phần GDP ghi nhận tại Ireland chủ yếu phản ánh sự dịch chuyển tài sản vô hình nhằm tối ưu thuế, chứ không phải hoạt động kinh tế thực sự. Thực tế, sản xuất công nghiệp của Ireland đã giảm mạnh 13,7% chỉ trong tháng 4 năm 2025, báo hiệu khả năng điều chỉnh giảm trong các quý sau (nguồn tại [đây](#)).

Những phần mang tính thực chất hơn của tăng trưởng 2025 nằm ở cầu tiêu dùng nội địa và xuất khẩu dịch vụ. Thu nhập hộ gia đình được cải thiện nhờ thị trường lao động duy trì trạng thái vững vàng, với tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp kỷ lục khoảng 6,2%, qua đó hỗ trợ tiêu dùng dần hồi phục. Dù niềm tin người tiêu dùng chưa thực sự cao, chi tiêu vẫn được nâng đỡ bởi lương tăng và lãi suất giảm, giúp nhu cầu nội địa ổn định hơn. Song song với đó, khu vực dịch vụ, đặc biệt là du lịch, tăng trưởng mạnh khi dòng khách quốc tế quay trở lại châu Âu và vượt cả mức trước đại dịch. Năm 2024, lượng khách quốc tế đến châu Âu đã cao hơn 2019 khoảng 12 triệu lượt, trong khi doanh thu du lịch tăng khoảng 25%, dù một phần chịu tác động của lạm phát. Các quốc gia Nam Âu hưởng lợi rõ rệt, với Tây Ban Nha ghi nhận số khách du lịch nước ngoài qua đêm cao hơn 15% so với 2019, còn Ý cao hơn 12%. Nhờ đó, thặng dư xuất khẩu du lịch của nhóm các nước Địa Trung Hải đã vượt 2% GDP trong giai đoạn 2023 đến 2024, cao hơn mức trước đại dịch. Đây mới là phần tăng trưởng mang tính bền hơn, nơi cầu dịch vụ và du lịch gia tăng trực tiếp tạo việc làm và cải thiện cán cân vãng lai.

Khi đặt bức tranh này trong khung cảnh rộng hơn, có thể thấy châu Âu tăng trưởng chậm hơn Mỹ một cách khá rõ rệt. Nếu nhìn từ sau khủng hoảng tài chính 2008, GDP thực của Mỹ tăng tích lũy nhiều hơn Eurozone khoảng 23 điểm %. Một phần đáng kể của khoảng cách này thường được gán với việc Mỹ dùng chính sách tài khóa “mạnh tay” hơn để hỗ trợ tăng trưởng. Cụ thể, giai đoạn 2007–2023, tỷ lệ nợ công/GDP của Mỹ tăng khoảng 60 điểm %, trong khi Eurozone chỉ tăng khoảng 21 điểm % tức mức tăng của Mỹ xấp xỉ gấp 3 EU.

Các gói kích thích quy mô lớn, như năm 2009 và giai đoạn 2020 đến 2021, đã bơm thêm hàng nghìn tỷ USD vào nền kinh tế Mỹ. Ước tính cho thấy nếu loại bỏ phần tăng trưởng đến từ nợ tài khóa, GDP Mỹ chỉ nhỉnh hơn Eurozone khoảng +5%, thay vì 23% như số liệu thực tế (nguồn tại [đây](#)). Điều này cho thấy chính sách tài khóa thận trọng đã khiến châu Âu tự kìm hãm đà tăng trưởng suốt hơn một thập kỷ. Dẫu vậy, bối cảnh đang dần thay đổi khi Nam Âu vươn lên nhờ tận dụng tích cực Quỹ Phục hồi NextGenerationEU sau đại dịch. Các quốc gia như Tây Ban Nha và Hy Lạp nhận được hàng chục tỷ euro tài trợ, qua đó thúc đẩy đầu tư công tăng khoảng 60% so với năm 2019.

Nhờ lực đẩy này, GDP Tây Ban Nha năm 2024 tăng khoảng 3,2%, gấp bốn lần mức trung bình của Eurozone, trong khi Hy Lạp đạt khoảng 2,2%, vượt xa Đức đang đình trệ và Pháp chỉ tăng khoảng 1,1%. Nhóm các nước PIGS năm xưa gồm Bồ Đào Nha, Ý, Hy Lạp và Tây Ban Nha nhận tới 78% tổng ngân sách NextGenerationEU, dù chỉ chiếm 28% GDP của Liên minh châu Âu. Những con số này cho thấy dòng vốn chung đang dần tái định hình động lực tăng trưởng trong nội khối, theo cách chậm rãi nhưng khó đảo ngược.



Nguồn: LSEG, ABN AMRO Group Economics

Ireland giống như “cái phao số liệu”: tăng trưởng 2025 của Eurozone được kéo lên đáng kể nhờ các tập đoàn đa quốc gia chuyển dịch sổ sách/tối ưu thuế, nên nếu không tách Ireland ra sẽ dễ tưởng nội lực châu Âu khỏe hơn thực tế. Ngược lại, phần “thật” vài năm qua lại đến từ Nam Âu (khối PIGS): tiền Quỹ Phục hồi EU + du lịch/dịch vụ + kỷ luật chi phí lao động sau khủng hoảng giúp họ cạnh tranh hơn và tăng trưởng sáng lên trong khi Đức chật vật. Điểm cần để mắt giai đoạn 2026-27 là khi nguồn lực từ quỹ phục hồi dần khép lại, Nam Âu liệu có giữ được nhịp bằng nội lực hay lại chậm đi.

Tài khóa 2026: “Game changer” cho châu Âu? Đức nhập cuộc, Nam Âu giữ đà, ấn số Pháp & Anh

Năm 2026 mở ra khả năng trở thành một bước ngoặt quan trọng của chính sách tài khóa châu Âu. Đức, nền kinh tế đầu tàu vốn nổi tiếng thận trọng, đang chuẩn bị bước vào một chu kỳ chi tiêu công quy mô lớn. Nam Âu, trong khi đó, vẫn kỳ vọng duy trì đà tăng trưởng nhờ nguồn lực từ Quỹ Phục hồi. Ở chiều ngược lại, Pháp và phần nào là Anh lại đối diện nguy cơ thị trường trái phiếu trở nên nhạy cảm hơn nếu kỷ luật ngân sách bị nghi ngờ. Trong bối cảnh ấy, tài khóa có thể thực sự thay đổi cuộc chơi. Nếu trước đây châu Âu tăng trưởng chậm vì thắt chặt chi tiêu, thì nay mở rộng ngân sách có thể kéo tăng trưởng lên, đồng thời mang theo những rủi ro mới chưa từng đối mặt.

Đức, người khổng lồ từng ngủ quên, nay đã thức giấc với một hầu bao rộng rãi hơn. Chính phủ mới của Thủ tướng Friedrich Merz, đắc cử cuối năm 2025, công bố chương trình đầu tư công chưa từng có tiền lệ, với 500 tỷ euro dành cho hạ tầng trong 12 năm tới, đồng thời sửa đổi luật hạn chế nợ để mở rộng mạnh chi tiêu quốc phòng. Ngân sách năm 2026 vừa được thông qua dự kiến tăng thêm 21,5 tỷ euro so với năm 2025, đưa tổng chi lên 524,5 tỷ euro. Đáng chú ý, chi tiêu quốc phòng vọt lên 83 tỷ euro trong năm 2026, mức cao kỷ lục, chưa kể 25,5 tỷ euro từ quỹ đặc biệt ngoài ngân sách nhằm hiện đại hóa quân đội. Chi tiêu quốc phòng cao hơn sẽ hỗ trợ các doanh nghiệp chuyên biệt và cả các nhà thầu phụ đa dạng hơn (thép, động cơ, hạ tầng). Nhờ được miễn trần nợ, chi quốc phòng của Đức dự kiến đạt 2,83% GDP năm 2026 và có thể lên tới 3,5% GDP vào năm 2029, biến Đức thành quốc gia chi quốc phòng hàng đầu NATO tại châu Âu.

Song song với đó, các khoản đầu tư lớn vào hạ tầng giao thông và số hóa được kỳ vọng kích thích công nghiệp và cải thiện niềm tin kinh doanh. Hệ quả là kinh tế Đức được kỳ vọng sẽ đổi nhịp sau nhiều năm trì trệ. Viện IMK thậm chí cho rằng năm 2026 có thể là lần đầu tiên tăng trưởng của Đức được dẫn dắt bởi cầu nội địa thay vì xuất khẩu. Đầu tư công và tiêu dùng tư nhân được kỳ vọng trở thành động lực chính, giúp GDP Đức tăng khoảng 1,2% sau mức tăng khiêm tốn 0,1% năm 2025. Nhu cầu trong nước mạnh hơn còn có thể bù đắp phần nào cho xuất khẩu suy yếu do Mỹ áp thuế và Trung Quốc giảm tốc. Cái giá phải trả cho bữa tiệc tài khóa này là bội chi tăng mạnh. Thâm hụt ngân sách Đức dự kiến lên khoảng 3,3% GDP năm 2026, vượt trần 3% của EU, từ mức 2,5% năm 2025. Nợ công cũng có thể tăng từ khoảng 62% lên gần 80% GDP vào năm 2029 (nguồn tại [đây](#)). Dù vậy, với dư địa nợ còn tương đối và nhu cầu kích thích tăng trưởng cấp bách, Berlin chấp nhận sự đánh đổi này.

Trong khi Đức bước vào chu kỳ chi tiêu mới, Nam Âu vẫn duy trì nhịp tăng trưởng nhờ dòng tiền từ Quỹ Phục hồi NextGenerationEU. Các nền kinh tế như Ý, Tây Ban Nha và Hy Lạp đã tăng trưởng vượt trội trong vài năm qua, một phần nhờ hàng trăm tỷ euro viện trợ và các khoản vay ưu đãi. Động lực chủ yếu đến từ đầu tư công do NGEU tài trợ. Tỷ trọng đầu tư công của Ý được dự báo bình quân khoảng 3,5% GDP trong giai đoạn 2023 đến 2026, cao hơn đáng kể so với mức 2,3% mỗi năm giai đoạn 2015 đến 2019. Theo Ủy ban châu Âu, nếu các khoản tài trợ được hấp thụ đầy đủ, GDP của Ý có thể cao hơn khoảng 2,8 đến 3,4% vào năm 2026 theo mức tích lũy, so với kịch bản không có quỹ.

Vấn đề nằm ở chữ nếu. Tiến độ giải ngân trên thực tế vẫn chậm, khi năng lực hấp thụ bị hạn chế bởi thiếu nhân lực và thủ tục hành chính kéo dài. Điều này đặt ra dấu hỏi cho năm 2026 về việc liệu dòng tiền NGEU có còn chảy mạnh và liệu các nước Nam Âu có kịp tận dụng cơ hội này hay không.

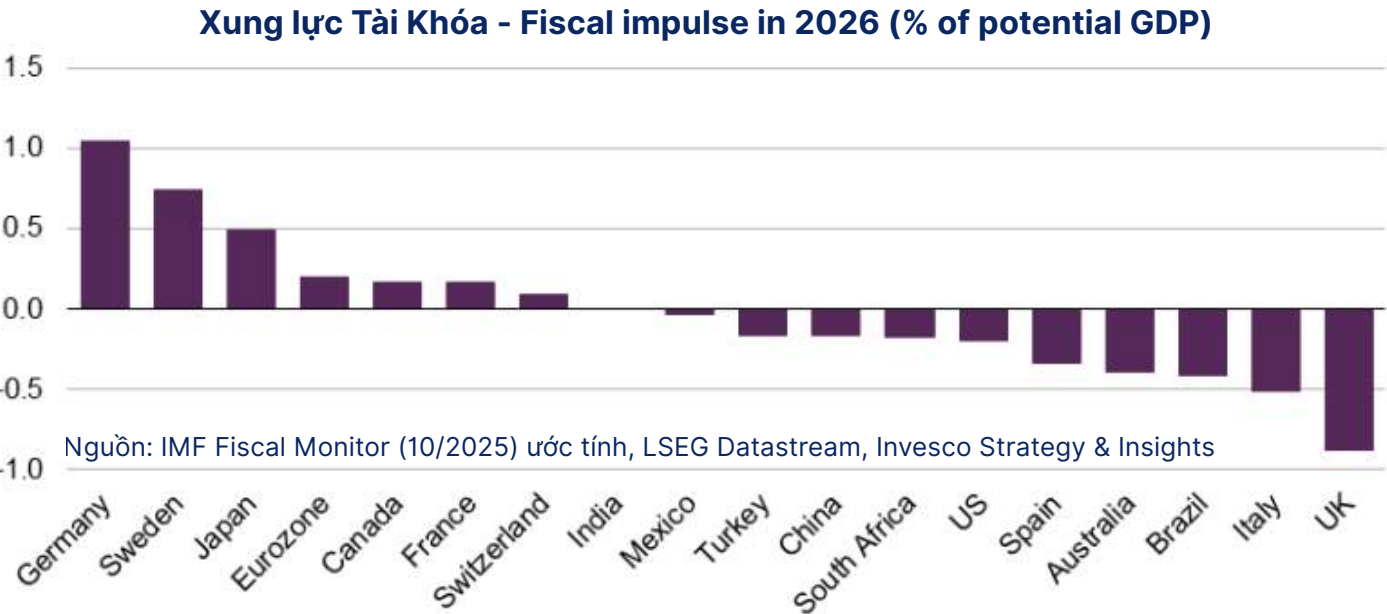
Trái ngược với gam màu tương đối tươi sáng của Đức và Nam Âu, rủi ro lớn nhất năm 2026 có thể lại đến từ tài khóa của Pháp, và ở mức độ nào đó là của Anh. Pháp đang ở trong thế khó. Nợ công của nước này vào quý I năm 2025 đã lên khoảng 114% GDP, thuộc nhóm cao nhất Liên minh châu Âu, trong khi thâm hụt ngân sách giai đoạn 2023 đến 2024 liên tục vượt mục tiêu, ở mức khoảng 4,8 đến 5% GDP. Chính phủ Pháp đặt kế hoạch đưa thâm hụt xuống 5,4% GDP năm 2025 và 4,7% năm 2026, hướng tới dưới 3% vào năm 2029. Tuy nhiên, thị trường tài chính ngày càng lo ngại về quỹ đạo nợ này. Lợi suất trái phiếu chính phủ Pháp (OAT) kỳ hạn 10 năm đã tăng lên khoảng 3,5 đến 3,6%, mức cao nhất trong hơn một thập kỷ, kéo chênh lệch lợi suất so với Bund Đức lên khoảng 70 điểm cơ bản. Mức chênh này vẫn thấp hơn xa so với thời kỳ khủng hoảng nợ châu Âu, khi Pháp chưa bị xem là vùng nguy hiểm, nhưng xu hướng tăng đều phản ánh việc nhà đầu tư đòi hỏi phần bù rủi ro cao hơn để nắm giữ nợ Pháp. Nguyên nhân đến từ nhiều phía. **Kỷ luật ngân sách của Pháp bị đánh giá là thiếu thuyết phục**, khi thâm hụt được dự báo vẫn trên 5% GDP trong những năm tới, với IMF ước tính nếu không cải cách mạnh, thâm hụt trung hạn có thể quanh 6% GDP. Các cải cách cơ cấu cũng gặp nhiều cản trở. **Dù đã nâng tuổi hưu thêm 2 năm, Pháp vẫn là quốc gia chi tiêu phúc lợi lớn nhất EU, khoảng 55% GDP, và việc cắt giảm luôn vấp phải sức ép xã hội lớn.**

Bên cạnh đó, lãi suất thực tăng khiến gánh nặng nợ thêm nặng nề. Khi lạm phát đã hạ về khoảng 2%, lợi suất OAT khoảng 3,5% đồng nghĩa chi phí vay thực vượt 1%, một con số không nhỏ với nền kinh tế có mức nợ cao như Pháp, nơi chi phí lãi vay dự kiến chiếm trên 3% GDP vào năm 2027.

Từ đó xuất hiện những so sánh cực đoan rằng Pháp có thể trở thành Hy Lạp mới. Dù so sánh này khắp khiêng, nó phản ánh tâm lý thị trường đang mong manh. Pháp không phải Hy Lạp vì nhiều lý do. Nợ công của Pháp được phát hành bằng đồng euro của chính họ, trong khi Hy Lạp năm 2010 vay bằng đồng euro nhưng không có sự bảo trợ như một đồng tiền quốc gia thực sự. Thị trường trái phiếu OAT có quy mô lớn và thanh khoản cao, với phần lớn nhà đầu tư là trong nước, nên nguy cơ vỡ nợ thấp hơn. Quan trọng hơn, ECB hiện có công cụ chống phân mảnh, cho phép can thiệp mua trái phiếu nếu chênh lệch OAT và Bund tăng bất thường, điều hoàn toàn không tồn tại trong giai đoạn khủng hoảng Hy Lạp. Và Pháp vẫn là nền kinh tế lớn nhì Eurozone, quá lớn để sụp đổ. Dẫu vậy, nỗi lo vẫn tồn tại bởi quy mô nợ lớn đòi hỏi kỷ luật nghiêm ngặt. Nếu Paris tiếp tục chần chừ trong việc thắt chặt ngân sách, nợ công có thể tiếp tục tăng, với IMF dự báo chưa đạt đỉnh trước năm 2030. Khi đó, thị trường có thể phản ứng bằng cách bán tháo OAT, đẩy lợi suất tăng và lan sang các quốc gia khác như Ý hay Bỉ do hiệu ứng tâm lý. ECB sẽ rơi vào thế khó, can thiệp thì bị chỉ trích là dung túng tài khóa, không can thiệp thì rủi ro lan rộng. Vì vậy, Pháp không phải Hy Lạp, nhưng vẫn có thể tạo ra sóng gió đáng kể cho thị trường trái phiếu châu Âu nếu không kiểm soát được thâm hụt.

Câu chuyện tương tự cũng hiện hữu tại Anh, nơi không còn chiếc ô bảo hộ của ECB. Niềm tin vào tài khóa là chìa khóa giữ ổn định kinh tế Anh, như bài học mini budget năm 2022 đã cho thấy, khi cắt giảm thuế không có nguồn bù đắp khiến lợi suất gilts tăng vọt và đồng bảng lao dốc. Hiện nay, sau một giai đoạn thắt chặt, Anh có dư địa tài khóa nhất định, nhưng bất kỳ sai lầm nào cũng có thể bị thị trường trừng phạt nhanh chóng. Thực tế, lợi suất gilts còn nhạy cảm hơn cả OAT, bởi nhà đầu tư đòi hỏi kỷ luật ngân sách nghiêm ngặt trong bối cảnh Anh không có NHTW chung mua trái phiếu chính phủ.

Nhờ ngân sách 2025 tương đối thận trọng, lợi suất gilts kỳ hạn 10 năm giữ ổn định quanh 4,3 đến 4,5%. Tuy nhiên, nếu năm 2026, một năm có bầu cử, xuất hiện các kế hoạch chi tiêu quá tay, gilts có thể nhanh chóng bị bán tháo, chi phí vay tăng và đồng bảng suy yếu. Bộ Tài chính Anh hiểu rõ điều này và đặt mục tiêu duy trì kỷ luật, hướng tới giảm tỷ lệ nợ công trên GDP trong 5 năm tới. Dù vậy, giới phân tích vẫn xem Anh là trường hợp dễ tổn thương, bởi thị trường tại đây phản ứng đặc biệt nhạy cảm với thâm hụt, trong khi Eurozone vẫn còn ECB đóng vai trò van giảm sốc.



Ghi chú: Tính toán dựa trên IMF Fiscal Monitor (10/2025), trong đó xung lực tài khóa được đo bằng mức thay đổi giai đoạn 2025–2026 của cán cân ngân sách cơ bản điều chỉnh theo chu kỳ (tính theo % GDP tiềm năng). Cán cân cơ bản là cán cân ngân sách trước khi tính chi phí lãi vay nợ công.

Biểu đồ cho thấy EU năm 2026 là hai nhóm câu chuyện khác nhau: Đức chi tiêu tài khóa mạnh nhất, nhưng tổng thể Eurozone chỉ nhích nhẹ, vì nhiều nước còn lại gần như đứng yên hoặc phải thắt lại (như Ý, Tây Ban Nha).
Hệ quả là đà hồi phục của châu Âu sẽ phụ thuộc lớn vào việc Đức có chi nhanh và chi đúng chỗ để tạo lan tỏa hay không; nếu không, tăng trưởng nội khối vẫn dễ phân hóa, khó bứt đồng đều.

Lạm phát và ECB giai đoạn 2025–2026: dễ thở nhờ năng lượng, lỗi tiến gần mục tiêu.

Lạm phát Eurozone đang dao động quanh ngưỡng mục tiêu 2%, mang lại cảm giác tương đối dễ chịu sau nhiều năm biến động. Đà giảm lạm phát đến khá nhanh, chủ yếu nhờ giá năng lượng hạ nhiệt, một phần vì giá dầu và khí đốt so với cùng kỳ năm trước đã thấp hơn. Thực tế, **đóng góp của năng lượng vào lạm phát hiện mang dấu âm**. Tháng 7/2025, lạm phát năng lượng của Eurozone đạt -2,4% YoY, sang tháng 8 vẫn ở mức -1,9%. Xu hướng này được dự báo tiếp diễn trong năm 2026 khi giá xăng dầu ổn định hơn, thậm chí CPI bình quân năm 2026 chỉ khoảng 1,7%.

Lạm phát lõi, tức loại trừ năng lượng và thực phẩm, cũng đang hạ dần nhưng với nhịp chậm hơn. Hiện mức này quanh 2,3%, cao hơn mục tiêu đôi chút do sức ép từ dịch vụ và tiền lương, song xu hướng chung vẫn mang tính tích cực. Nguyên nhân nằm ở việc tăng lương đang dịu lại trong khi năng suất có dấu hiệu cải thiện, giúp giảm áp lực chi phí trong khu vực dịch vụ. Quý II/2025, mức tăng lương bình quân mỗi lao động đã giảm xuống 3,9%, so với 4,8% của một năm trước đó. Các khảo sát về kỳ vọng tiền lương cũng cho thấy đà tăng sẽ còn chậm lại. Khi tiền lương nguội dần và năng suất nhích lên, lạm phát trong nước được giữ ở trạng thái dễ kiểm soát hơn.

Trong bối cảnh ấy, sau nhiều lần cắt lãi suất, đến tháng 6/2025, Chủ tịch ECB Christine Lagarde tuyên bố ngân hàng đã gần kết thúc chu kỳ điều chỉnh chính sách, hàm ý dư địa hạ lãi suất không còn nhiều. Thị trường vì vậy dự đoán ECB có thể chỉ cắt thêm tối đa một lần 25 điểm cơ bản rồi dừng.

Sang năm 2026, trọng tâm của ECB nhiều khả năng chuyển sang duy trì lãi suất ở vùng trung tính, thay vì tiếp tục nới lỏng mạnh. Với thị trường tài chính, giai đoạn 2026 có lẽ sẽ chứng kiến ít biến động hơn về lãi suất danh nghĩa so với những năm trước. Rủi ro lại nằm ở chênh lệch lợi suất giữa các quốc gia, đặc biệt nếu câu chuyện tài khóa của Pháp trở nên căng thẳng như đã bàn tới.

Địa chính trị đặt ra một yêu cầu khác, đó là châu Âu phải tự lực hơn trong bối cảnh Mỹ ngày càng hướng nội. Sau nhiều năm, một nghịch lý dần lộ rõ. Chỗ dựa từng được coi là ổn định nay lại trở thành nguồn bất định. Sự trỗi dậy của chủ nghĩa bảo hộ và tinh thần Nước Mỹ trên hết thể hiện qua chính sách thuế quan, yêu cầu đồng minh tăng chi trả quốc phòng, cũng như các ưu đãi công nghiệp trong nước như Đạo luật CHIPS hay IRA, khiến châu Âu nhận ra rằng họ không thể tiếp tục phụ thuộc hoàn toàn vào chiếc ô bảo hộ của Mỹ. Các đồng minh truyền thống như EU, Nhật, Hàn Quốc hay Canada có nguy cơ chịu thiệt nhiều nhất khi luật chơi toàn cầu đổi chiều. Chẳng hạn, nếu Mỹ áp thuế lên xe điện châu Âu hoặc đe dọa trừng phạt thương mại, EU sẽ rơi vào thế khó xử.

Về an ninh, những phát biểu của cựu Tổng thống Trump, ứng viên năm 2024, về việc buộc châu Âu phải trả tiền nhiều hơn cho NATO, thậm chí ám chỉ khả năng rút lui, càng thúc đẩy EU chuẩn bị cho kịch bản Mỹ vắng mặt. Các nước thành viên đã đồng loạt tăng ngân sách quốc phòng. Từ 2022 đến 2024, chi tiêu quân sự châu Âu tăng nhanh nhất thế giới, với nhiều quốc gia cam kết vượt mục tiêu 2% GDP. Phần Lan đạt khoảng 4%, Ba Lan gần 3,9% GDP.

Đức, như đã đề cập, dành riêng quỹ 100 tỷ euro để nâng cấp Bundeswehr và sẵn sàng nói lỏng kỷ luật nợ để đảm bảo an ninh. Song song với đó, EU xây dựng các chính sách công nghiệp tự chủ, từ Đạo luật Chips châu Âu, quỹ chủ quyền, đến việc nói lỏng quy định trợ cấp nhằm giữ doanh nghiệp ở lại. Tất cả phản ánh một cách tư duy mới, châu Âu chấp nhận chi tiền nhiều hơn để tự bảo vệ mình về an ninh và công nghiệp trong bối cảnh Mỹ thu mình.

Tuy vậy, trong cuộc đua công nghệ của tương lai, từ AI, bán dẫn đến năng lượng xanh, châu Âu vẫn đang hụt hơi so với Mỹ và Trung Quốc, đặc biệt về vốn. Đầu tư cho AI và công nghệ số tại châu Âu thua xa Mỹ ở cả khu vực công lẫn tư nhân. Năm 2023, tổng đầu tư tư nhân vào AI tại Mỹ đạt khoảng 62,5 tỷ euro, gấp gần 7 lần so với EU cộng Anh, chỉ khoảng 9 tỷ euro. Trong giai đoạn 2018 đến 2023, các công ty AI châu Âu thu hút khoảng 32,5 tỷ euro vốn, trong khi con số này ở Mỹ vượt 120 tỷ euro. Khoảng cách hơn 3 lần không những không thu hẹp mà còn nói rộng khi dòng tiền gần đây ào ạt chảy vào các công ty Mỹ như OpenAI hay Anthropic.

Đầu tư công của châu Âu cũng khá khiêm tốn. Chương trình Digital Europe dành 2,1 tỷ euro cho AI trong giai đoạn 2021 đến 2027, một con số nhỏ so với hàng chục tỷ USD mà Mỹ chi thông qua DARPA, NSF và các đạo luật như CHIPS hay IRA. Hệ quả là châu Âu đã lỡ nhịp làn sóng AI. Năm 2023, sự bùng nổ của AI đóng góp đáng kể vào tăng trưởng GDP Mỹ, khoảng 0,5 điểm %, theo một số ước tính, trong khi châu Âu hầu như không hưởng lợi từ cú hích đầu tư này

Khoảng cách công nghệ còn thể hiện ở nhiều lĩnh vực khác. Châu Âu thiếu những tập đoàn khổng lồ dẫn dắt trong điện toán đám mây hay viễn thông 5G. Dù vẫn có những ngôi sao như ASML hay SAP, hệ sinh thái công nghệ của EU chưa thể so sánh với Thung lũng Silicon cả về quy mô lẫn vốn hóa.

Nhìn tổng thể, bức tranh chiến lược của châu Âu năm 2026 vừa mở ra cơ hội, vừa chất chứa thách thức. Điểm tích cực là EU đang đoàn kết và chủ động hơn trước những biến động toàn cầu, sẵn sàng chi tiền cho quốc phòng và công nghiệp để bảo vệ lợi ích của mình. Điều này đã góp phần thay đổi triển vọng kinh tế, khi chính sự mở rộng tài khóa của Đức, gắn với đầu tư quốc phòng và hạ tầng, trở thành yếu tố then chốt nâng dự báo tăng trưởng Eurozone năm 2026. Ở chiều ngược lại, điểm nghẽn dài hạn của châu Âu vẫn nằm ở năng lực cạnh tranh công nghệ. Trong ngắn hạn, khó có một phép màu AI nào giúp châu Âu nâng năng suất đột phá, khi cải thiện chủ yếu vẫn dựa vào những công cụ quen thuộc như đầu tư công và cải cách cơ cấu. Nếu tài khóa là đòn bẩy của năm 2026, thì công nghệ nhiều khả năng sẽ quyết định chặng đường xa hơn.

Chốt lại, có ba điểm chiến lược đáng theo dõi trong năm 2026. **Thứ nhất là tiến độ triển khai chi tiêu công nghệ và hạ tầng của Đức**, liệu quốc gia này có biến ngân sách khổng lồ thành những dự án cụ thể, tạo sức bật thực sự cho công nghiệp hay không. **Thứ hai là diễn biến chênh lệch lợi suất trái phiếu chính phủ Pháp và Đức**, chỉ báo quan trọng về niềm tin thị trường đối với kỷ luật tài khóa châu Âu, và câu hỏi liệu EU hay ECB có can thiệp trấn an nếu biến động vượt kiểm soát.

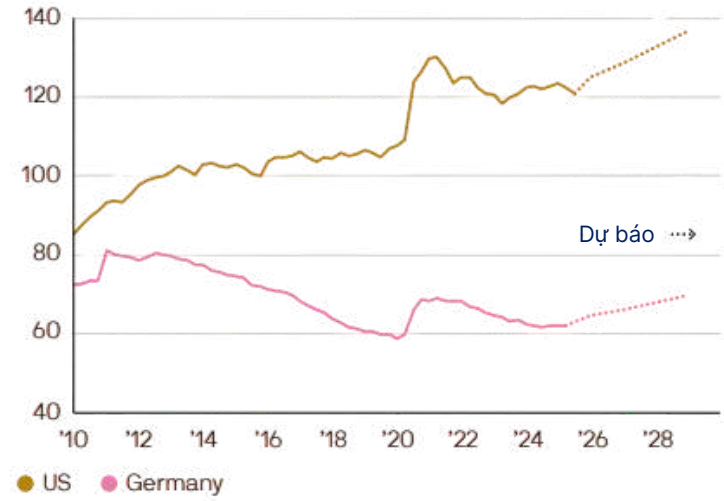
Nhóm thu nhập cao chiếm phần lớn chi tiêu tại Mỹ
Chi tiêu trung bình mỗi tuần theo nhóm thu nhập năm Bình quân trượt 4 tuần, quy về 100 tại đầu năm 2023



Nguồn: J.P. Morgan Asset Management; dựa trên một số dữ liệu nội bộ chọn lọc của Chase. Số liệu đến 31/10/2025.

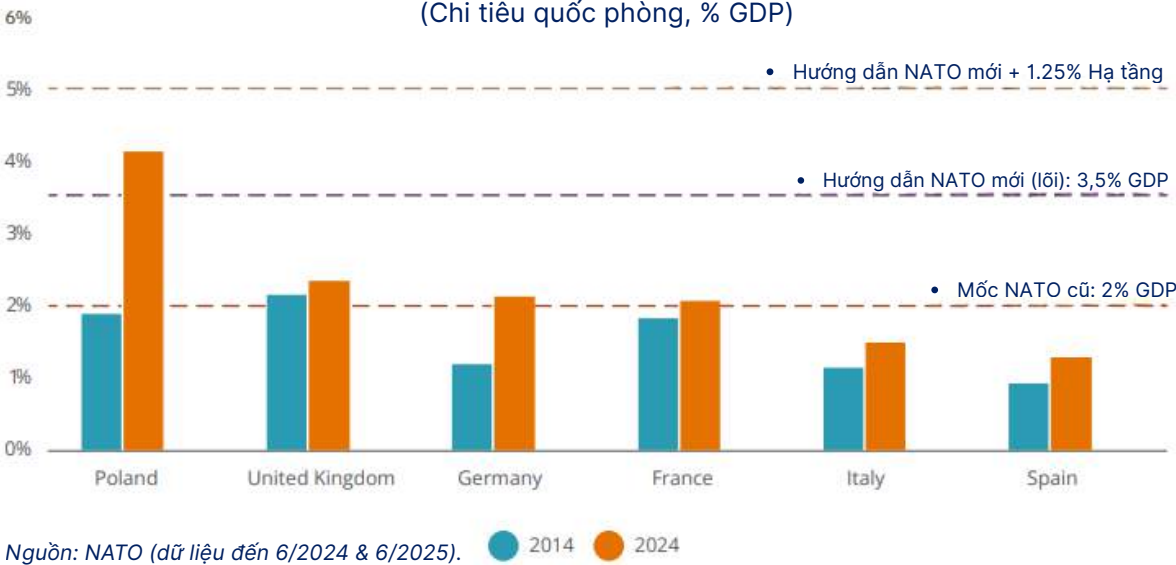
Thứ ba là đầu tư công nghệ và chuyển đổi số của châu Âu, đặc biệt các dấu hiệu cho thấy khoảng cách AI có được thu hẹp hay không, từ các dự án nội khối đến hợp tác công nghệ xuyên Đại Tây Dương. Khi kết hợp được nỗ lực tài khóa trong ngắn hạn với tầm nhìn công nghệ dài hạn, châu Âu hy vọng có thể viết tiếp câu chuyện phục hưng kinh tế sau nhiều năm lép vế, dù con đường phía trước vẫn còn không ít chông gai.

Kỷ luật tài khóa trước đây của Đức có thể là yếu tố quan trọng khiến tăng trưởng kém hơn
Nợ chính phủ (% GDP danh nghĩa)



Nguồn: BIS, BEA, Eurostat, IMF, LSEG Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Số liệu đến 31/10/2025.

Chi tiêu quốc phòng châu Âu đang tăng sau nhiều năm không đạt mục tiêu NATO
(Chi tiêu quốc phòng, % GDP)



Nguồn: NATO (dữ liệu đến 6/2024 & 6/2025).

Nhìn các biểu đồ này sẽ thấy “căn bệnh” của Đức nhiều năm qua là vì kỷ luật tài khóa quá chặt: thâm hụt được giữ thấp ngay cả những khi kinh tế cần lực đẩy nhất, khiến đầu tư công và năng lực tăng trưởng bị kìm hãm. Nhưng kỷ luật cũng không phải vô nghĩa, nó là phản xạ lịch sử sau những kinh nghiệm đau thương từ 2 cuộc Thế Chiến. Tài khóa vì thế giống như hai mặt của một tờ tiền giấy vậy, bạn không thể chỉ chọn một phía mà bỏ đi phía còn lại được.

Nhật Bản



PHẦN 4: NHẬT BẢN

Tiền tệ và lạm phát: 3% không đáng sợ bằng niềm tin vào đà tăng giá.

Lạm phát tại Nhật Bản hiện xoay quanh mức 3.x%, một con số thoát nhìn không quá cao nếu đặt cạnh nhiều nền kinh tế khác, và bản chất của nó phần nào mang tính tạm thời. Thực phẩm là yếu tố đóng góp lớn nhất. Giá gạo đã tăng gần 95% so với năm trước do mất mùa và nhu cầu từ du lịch, kéo lạm phát lỗi, tức loại trừ thực phẩm tươi sống, lên quanh 3% trong những tháng gần đây. Tuy vậy, cú sốc giá lương thực này chưa đến mức quá nghiêm trọng. Mức lạm phát 3% hiện nay không phải tín hiệu siêu nóng, mà chủ yếu phản ánh hiệu ứng nhất thời của giá thực phẩm leo thang, vốn được kỳ vọng sẽ dịu lại trong nửa đầu năm 2026. Ngân hàng Trung ương Nhật Bản dự báo CPI, khi loại trừ thực phẩm tươi, sẽ giảm xuống dưới 2% trong nửa đầu năm tài khóa 2026 khi các yếu tố tạm thời nhạt phai.

Song song với đó, áp lực nền đang dần hình thành. Lạm phát dịch vụ và hàng hóa phi năng lượng vẫn duy trì quanh 3%, cho thấy xu hướng tăng giá đã lan rộng hơn trong nền kinh tế. Điểm mấu chốt vì thế không nằm ở con số 3% tuyệt đối, mà nằm ở kỳ vọng giá. Khi doanh nghiệp và người dân tin rằng giá cả sẽ tiếp tục đi lên, doanh nghiệp sẽ mạnh dạn tăng giá bán, còn người lao động sẽ đòi hỏi lương cao hơn, từ đó hình thành một vòng xoáy lạm phát bền bỉ hơn.

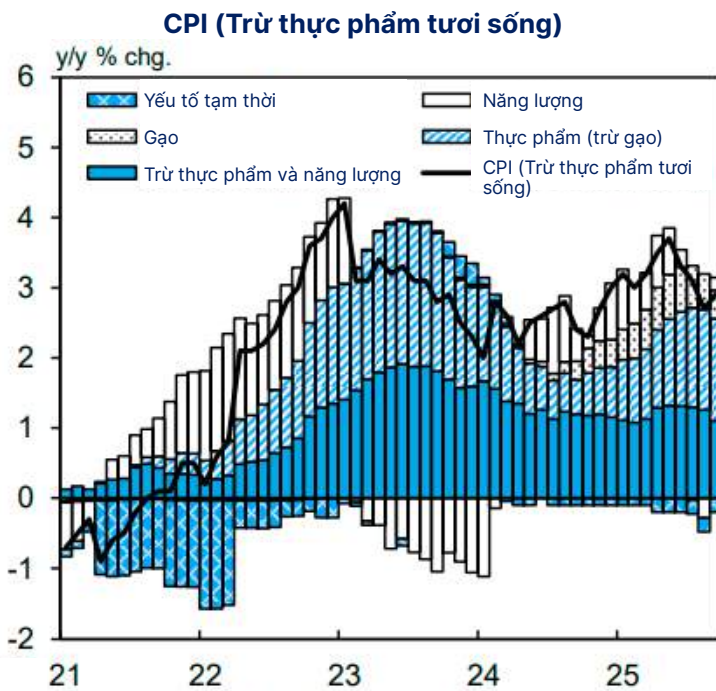
Yếu tố tiền lương đang tiếp sức rõ rệt cho lạm phát. Giai đoạn 2024 đến 2025 chứng kiến các cuộc đàm phán lương Shunto thành công vượt kỳ vọng. Liên đoàn lao động Rengo đạt mức tăng lương bình quân 5,46% cho năm 2025, cao nhất trong hơn ba thập kỷ.

Trước đó, năm 2024, các công ty lớn cũng đã đồng ý tăng khoảng 5,3%, phá vỡ kỷ lục 33 năm. Đây là tín hiệu tích cực sau nhiều thập niên tiền lương danh nghĩa gần như đứng yên, cho thấy chính sách kéo tiền lương để thoát giảm phát của Nhật đã phát huy tác dụng phần nào. Lương tăng giúp hỗ trợ sức mua của người lao động, và theo ước tính của Ngân hàng Trung ương Nhật Bản, thu nhập thực của nhân viên đã bắt đầu nhích lên. Quan trọng hơn, nó tạo ra niềm tin cho nhà điều hành tiền tệ về vòng xoay lương và giá. Thống đốc Ueda nhấn mạnh rằng việc duy trì được chu kỳ giá tăng đi kèm lương tăng đều đặn là điều kiện tiên quyết để tiến tới thắt chặt chính sách.

Thực tế phản ánh rõ quan điểm đó. Tháng 12/2025, NHTW Nhật Bản đã nâng lãi suất chính sách từ 0,5% lên 0,75%, mức cao nhất trong vòng 30 năm, với lập luận rằng lạm phát đã ở trên 2% suốt gần 4 năm **nhờ chi phí thực phẩm cao và tiền lương tăng**. Dù vậy, ngân hàng trung ương vẫn phát đi tín hiệu sẽ đi chậm và thận trọng trong lộ trình tiếp theo, nhằm tránh khiến đồng yen mất giá mạnh hơn. Điều này cho thấy **họ chưa coi mức lạm phát 3% là báo động đỏ, mà sẵn sàng chấp nhận lạm phát vượt mục tiêu 2% trong một thời gian để đảm bảo đà phục hồi kinh tế không bị bóp nghẹt quá sớm**. Thay vì nâng lãi suất dồn dập, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản thiên về việc neo kỳ vọng lạm phát. Mục tiêu là để người dân tin rằng lạm phát rồi sẽ quay về 2%, tránh tâm lý cho rằng giá cả sẽ còn tăng mãi. Thực tế, kỳ vọng lạm phát dài hạn của doanh nghiệp hiện xoay quanh mức 2,4% cho giai đoạn một đến năm năm tới, khá sát với mục tiêu của ngân hàng trung ương, cho thấy niềm tin vào một môi trường lạm phát vừa phải đang dần hình thành.

Dù vậy, mức lạm phát 3% lại tác động rất khác nhau giữa các nhóm dân cư. Chịu ảnh hưởng nặng nề nhất là nhóm người trên 65 tuổi, những người không được hưởng lợi từ việc tăng lương nhưng lại dành tỷ trọng chi tiêu lớn cho thực phẩm. **Trung bình, thực phẩm chiếm khoảng 28% rổ tiêu dùng của hộ gia đình cao tuổi, so với khoảng 24% ở các hộ trẻ hơn. Khi giá thực phẩm tăng khoảng 7%, riêng giá gạo gần như tăng gấp đôi trong năm qua, người cao tuổi buộc phải cắt giảm các khoản chi không thiết yếu.** Dữ liệu tiêu dùng cho thấy người Nhật thắt lưng buộc bụng rõ nhất ở giỏ thực phẩm. Chi tiêu cho thực phẩm đã giảm liên tiếp trong 5 năm, kéo tổng chi tiêu hộ gia đình năm 2024 giảm thực chất 1,1% (nguồn tại [đây](#)).

Ngược lại, những người trong độ tuổi lao động, với thu nhập tăng tương đối khá, vẫn duy trì được mức chi tiêu, thậm chí tranh thủ mua sắm các mặt hàng lâu bền khi có khuyến mãi. Ví dụ, doanh số mua ô tô tăng vào cuối năm 2024 đã giúp chi tiêu tháng 12 bật lên. Sự phân hóa tiêu dùng theo độ tuổi ngày càng rõ rệt. Người trẻ vẫn sẵn sàng mở hầu bao nhờ lương thưởng cao hơn, trong khi nhóm hưu trí buộc phải hạn chế chi tiêu. Nói cách khác, lạm phát 3% ở Nhật không phải là bão động đờ, nhưng hệ quả của nó là một bức tranh kinh tế có hai mảng sáng tối. Việc nâng lãi suất chính sách thêm +0.25% là điều nên làm. Lạm phát vừa phải kích thích chi tiêu của nhóm có thu nhập tăng, đồng thời kìm hãm sức mua của nhóm sống dựa vào thu nhập cố định.



Nguồn: Bộ Nội vụ và Truyền thông Nhật Bản

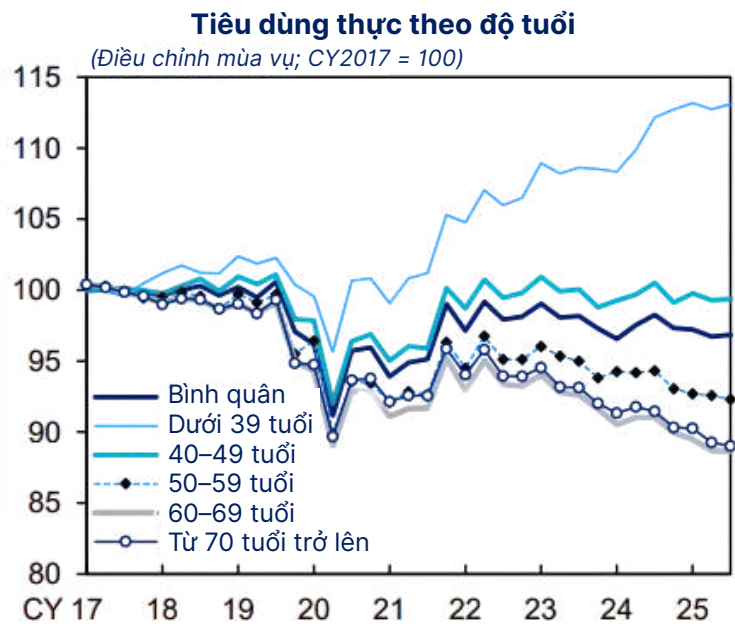
Ghi chú:

Số liệu năng lượng gồm sản phẩm dầu mỏ, điện và khí đốt, sản xuất & phân phối. Số liệu thực phẩm (không gồm gạo) loại trừ thực phẩm tươi sống và đồ uống có cồn.

Số liệu "yếu tố tạm thời" là ước tính của cơ quan thống kê, bao gồm tác động của chính sách giảm thuế tiêu dùng, miễn học phí, chương trình trợ cấp du lịch, và điều chỉnh phí di động giai đoạn FY2021-FY2022.

Về lạm phát, điểm "nóng" gần đây đến nhiều từ giá gạo: BOJ nói CPI (không tính thực phẩm tươi sống) vẫn quanh 3% chủ yếu vì giá thực phẩm như gạo tăng, trong khi phần "lỗi sạch" không bị nhiều bởi thực phẩm và năng lượng đã giảm về khoảng 1,3% trong tháng 9.

Về tiêu dùng theo độ tuổi, BOJ chỉ ra một "đường gãy" khá giống chữ K: chi tiêu bằng thẻ (đại diện cho các khoản chi lớn như ăn ngoài, du lịch, đồ bền) giảm rõ ở nhóm từ 60 tuổi trở lên, trong khi nhóm trẻ chi tiêu vẫn vững. Lý do rất đời thường: người cao tuổi ít hưởng lợi từ tăng lương, lại có giỏ tiêu dùng nặng thực phẩm, nên khi giá tăng họ phải thắt chặt chi tiêu; BOJ cũng ghi nhận xu hướng chuyển sang hàng giá rẻ hơn tăng lên. Vì nhóm cao tuổi chiếm tỷ trọng lớn trong dân số Nhật, phần "co" này kéo cả tiêu dùng chung đi chậm



Nguồn: Bộ Nội vụ & Truyền thông Nhật Bản; Nowcast Inc.; JCB Co., Ltd.; "JCB Consumption NOW".

Ghi chú:

Số liệu phản ánh chi tiêu bình quân đầu người; các đường biểu diễn là bình quân theo nhóm tuổi 5 năm.

Chỉ tiêu được điều chỉnh lạm phát bằng CPI (loại trừ tiền thuê nhà ước tính).

Chính trị và tài khóa: Takaichi mở hầu bao, NHTW Nhật Bản phải giữ nhịp cho trái phiếu chính phủ.

Sau khi lên nắm quyền, Thủ tướng Sanae Takaichi nhanh chóng phát tín hiệu nói lòng tài khóa nhằm hỗ trợ nền kinh tế. Chính phủ của bà đã tung ra gói ngân sách bổ sung kỷ lục khoảng 18,3 nghìn tỷ yen, tương đương 118 tỷ USD, cho năm tài khóa hiện tại. Đây là gói kích thích bổ sung lớn nhất kể từ thời kỳ COVID-19, đẩy tổng chi ngân sách năm tài khóa 2025 lên mức rất cao. Quy mô bơm tiền này tương đương khoảng 2% GDP, phù hợp với cam kết của bà Takaichi đưa chi tiêu quốc phòng Nhật Bản lên mức 2% GDP sớm hơn hai năm so với kế hoạch ban đầu. Trong tổng gói 18,3 nghìn tỷ yen, có 10 nghìn tỷ yen dành cho quốc phòng và ngoại giao, giúp ngân sách quốc phòng đạt mục tiêu 2% GDP ngay trong năm tài khóa 2025. Phần còn lại chủ yếu tập trung vào hỗ trợ dân sinh, với khoảng 8,5 nghìn tỷ yen dành cho trợ giá điện và gas trong ba tháng đầu năm 2026, phát tiền mặt cho các gia đình có trẻ em và hỗ trợ chính quyền địa phương. Bên cạnh đó là khoảng 5,5 nghìn tỷ yen cho đầu tư tăng trưởng và phòng chống khủng hoảng, bao gồm hạ tầng, công nghệ và dự phòng thiên tai. Gói bổ sung này được dự báo sẽ làm thâm hụt tài khóa của Nhật tăng thêm khoảng 1 đến 2% GDP, một bước nói lòng đáng kể so với kỷ luật tài khóa vốn rất chặt chẽ trước đây.

Việc mở hầu bao của Thủ tướng Takaichi không đơn thuần là sự lặp lại của Abenomics kiểu cũ, mà có logic riêng trong bối cảnh hiện nay. Khoảng sản lượng vẫn còn âm, lạm phát dù tăng nhưng chưa ở mức quá nóng, và đặc biệt là cầu tiêu dùng trong nước còn yếu do dân số già hóa và tâm lý thận trọng.

Khi người cao tuổi chi tiêu dè dặt và nền kinh tế đối mặt nguy cơ quay lại giảm phát nếu giá năng lượng hạ, việc chính phủ bù đắp bằng chi tiêu công được xem là hợp lý để giữ nhịp tăng trưởng. Bà Takaichi thậm chí còn phát tín hiệu nói lòng các rào cản tài khóa. Có những đề xuất về việc hoãn mục tiêu cân bằng ngân sách sơ cấp và xem xét điều chỉnh quy tắc hoàn trả nợ công trong 50 năm, nhằm tạo thêm dư địa vay nợ cho các khoản đầu tư chiến lược. Nhìn chung, **chính sách tài khóa giai đoạn 2025 đến 2026 sẽ mở rộng hơn, khá hợp lý khi tập trung vào an sinh xã hội, hỗ trợ người thu nhập thấp, khuyến khích sinh đẻ, phát triển địa phương và tăng cường quốc phòng**, những lĩnh vực được bà Takaichi ưu tiên để đối phó với già hóa dân số và rủi ro địa chính trị.

Tuy nhiên, rủi ro lớn nằm ở câu hỏi ai sẽ mua lượng trái phiếu chính phủ Nhật Bản gia tăng để tài trợ cho mức chi tiêu này. Trong nhiều năm qua, NHTW Nhật Bản (BoJ) đã đóng vai trò người mua cuối cùng, nắm giữ khoảng 50% tổng lượng trái phiếu chính phủ đang lưu hành. Nếu nguồn cung trái phiếu tăng mạnh mà BoJ không can thiệp đủ, thị trường sẽ đòi hỏi lợi suất cao hơn để hấp thụ. Thực tế cho thấy chỉ riêng kỳ vọng về gói chi tiêu quy mô lớn của bà Takaichi đã khiến lợi suất trái phiếu chính phủ Nhật Bản biến động mạnh. Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm đã chạm mức 1,97% vào đầu tháng 12/2025, cao nhất trong vòng 18 năm.

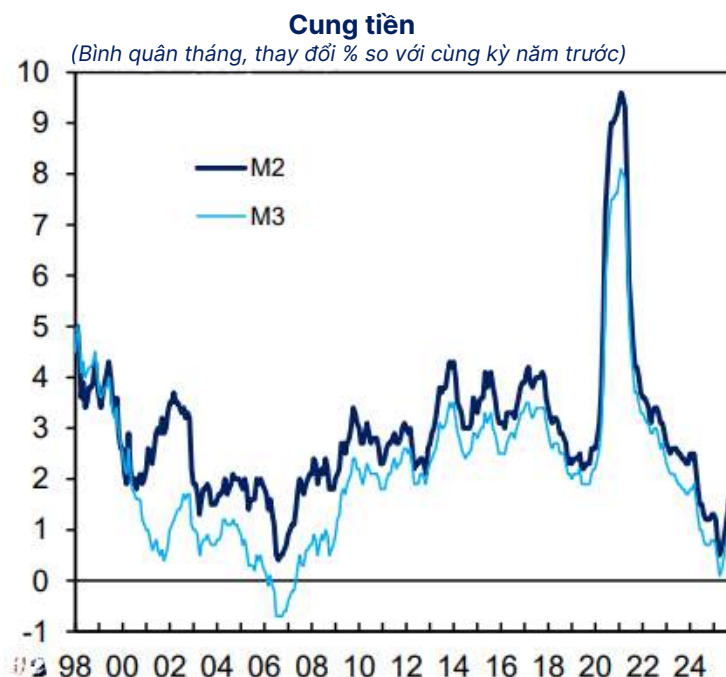
Trong bối cảnh đó, BoJ buộc phải giữ nhịp cho thị trường trái phiếu. Họ đứng giữa hai mục tiêu, vừa kiểm soát lạm phát, vừa hỗ trợ chính phủ vay nợ với chi phí chấp nhận được. Sau cuộc họp tháng 12/2025 nâng lãi suất, ngân hàng trung ương tiếp tục khẳng định sẽ thận trọng trong các bước đi tiếp theo, tránh gây cú sốc cho thị trường trái phiếu. Nhiều khả năng trong năm 2026, BoJ sẽ linh hoạt điều chỉnh biên độ kiểm soát đường cong lợi suất và sẵn sàng mua vào trái phiếu khi cần thiết để ngăn lợi suất tăng quá nhanh.

Mục tiêu là giữ ổn định chi phí vay của chính phủ, đặc biệt ở các kỳ hạn dài như 10 năm và 20 năm. Thực tế, các ngân hàng lớn của Nhật đã bắt đầu cân nhắc mua thêm trái phiếu chính phủ dài hạn khi lợi suất tiến gần 2%, bởi ở mức này, trái phiếu Nhật trở nên hấp dẫn hơn sau nhiều năm lợi suất gần bằng 0. Tựu trung, tài khóa mở rộng của Nhật Bản trong giai đoạn tới chỉ có thể vận hành trơn tru nếu được đi kèm bằng sự phối hợp nhịp nhàng của chính sách tiền tệ, nhằm tránh kịch bản lãi suất leo thang làm xói mòn nỗ lực kích thích kinh tế.



Nguồn: Cabinet Office Nhật Bản

Ghi chú: Số liệu khảo sát Economy Watchers phản ánh đánh giá về điều kiện kinh tế hiện tại (mục D).



Nguồn: Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ)

Niềm tin tiêu dùng ở Nhật đang “nhích lên nhưng chưa ấm”: chỉ số niềm tin người tiêu dùng có cải thiện nhờ lương thưởng và giá cổ phiếu tăng, nhưng vẫn đứng ở mức thấp; trong khi khảo sát từng xấu đi một thời gian rồi mới hồi lại gần đây, chủ yếu vì doanh số cửa hàng bách hóa và bán lẻ tốt hơn. Dù tiền lương cơ bản và lương tối thiểu tăng có hỗ trợ, BOJ vẫn cho rằng tiêu dùng tư nhân còn dễ đi ngang một thời gian vì giá thực phẩm còn cao và thưởng chậm lại do lợi nhuận doanh nghiệp giảm; về sau, khi tốc độ tăng giá hạ xuống, thu nhập thực của người lao động cải thiện thì tiêu dùng mới có cửa tăng vừa phải.

Tốc độ tăng của M2 lẫn M3 đang khá thấp, BOJ ghi nhận M2 chỉ quanh 1,5%/năm, dù dư nợ cho vay ngân hàng vẫn tăng và tiếp tục “đẩy lên” mức tăng của M2. Điểm này đáng đào sâu vì nó gợi ý “tiền” không phình mạnh theo kiểu bùng nổ cầu; muốn hiểu rõ hơn cần soi thêm tiền tăng chậm vì đâu (hộ gia đình giữ tiền mặt hay đổi kênh, doanh nghiệp trả nợ, hay vòng quay chi tiêu chậm?).

Doanh nghiệp và thị trường vốn: cải tổ quản trị là chuyện thật, nhưng chi phí vốn đã tăng.

TTCK Nhật Bản trong 2 năm qua khởi sắc một phần nhờ những cải tổ quản trị doanh nghiệp mang tính thực chất. Sau hàng thập kỷ lợi nhuận mỏng và định giá thấp, các công ty Nhật đang dần nâng cao hiệu quả hoạt động, và cổ đông bắt đầu cảm nhận được thành quả. ROE bình quân đã tăng lên khoảng 8 đến 9%, dù vẫn thuộc nhóm thấp nhất trong các nền kinh tế phát triển, nhưng đó là một bước tiến đáng kể. Nhiều chuyển biến tích cực khác cũng diễn ra song song. Tình trạng sở hữu chéo giữa các doanh nghiệp đã giảm mạnh, từ mức trên 60% tổng giá trị cổ phiếu niêm yết do các công ty khác nắm giữ vào năm 1990, xuống chỉ còn khoảng 25% vào cuối năm 2023. Điều này phản ánh việc các tập đoàn Nhật Bản dần bán bớt cổ phần nắm giữ lẫn nhau, thay vì duy trì để giữ quan hệ như trước.

Cấu trúc niêm yết mẹ con cũng ngày càng bị soi xét kỹ lưỡng. Năm 2023, Sở Giao dịch Chứng khoán Tokyo đã yêu cầu các công ty có công ty con niêm yết phải giải trình kế hoạch cải thiện giá trị doanh nghiệp, qua đó ngầm khuyến khích việc xóa bỏ mô hình mẹ con vốn gây xung đột lợi ích. Ủy ban Dịch vụ Tài chính áp đặt thêm các quy tắc buộc ngân hàng phải công khai mục đích nếu tiếp tục duy trì sở hữu chéo, đồng thời thúc đẩy việc bán bớt những khoản đầu tư không còn cần thiết. Cùng với đó, các thông lệ quản trị tiên tiến dần được áp dụng rộng rãi hơn. Ngày càng nhiều doanh nghiệp có ít nhất một phần ba thành viên hội đồng quản trị là độc lập, mức độ minh bạch thông tin được nâng cao, và quyền lợi của cổ đông thiểu số được chú trọng hơn.

Tất cả những thay đổi này đang từng bước tháo gỡ chiết khấu Nhật Bản, tức tình trạng cổ phiếu Nhật bị định giá thấp trong thời gian dài do quản trị chưa được như kỳ vọng, và giúp thị trường lấy lại niềm tin của nhà đầu tư.

Quan trọng hơn cả là sự dịch chuyển trong tư duy quản trị. Trước đây, nhiều ban lãnh đạo doanh nghiệp Nhật ưu tiên tích lũy tiền mặt để phòng thân và duy trì việc làm ổn định, thay vì theo đuổi tối ưu lợi nhuận. Nay, dưới áp lực ngày càng rõ từ cổ đông, đặc biệt là cổ đông nước ngoài đang nắm khoảng 32% thị trường, các giám đốc điều hành bắt đầu đặt hiệu quả tài chính lên vị trí trung tâm. Họ sẵn sàng cắt bỏ những mảng kinh doanh kém hiệu quả, thay vì để lợi nhuận từ mảng khác bù đắp kéo dài. Đồng thời, họ chủ động chia sẻ thành quả với cổ đông. Tổng giá trị cổ tức và mua lại cổ phiếu đã đạt mức kỷ lục khoảng 32 nghìn tỷ yen trong năm tài khóa 2024, và được dự báo sẽ tăng lên 42 nghìn tỷ yen vào năm tài khóa 2027. Nhờ chuỗi cải tổ này, chất lượng lợi nhuận của doanh nghiệp Nhật cải thiện rõ rệt. Biên lợi nhuận ròng bình quân đã tăng lên, dù vẫn thấp hơn chuẩn của Mỹ và châu Âu, nhưng khoảng cách đang dần được thu hẹp.

Dẫu vậy, bên cạnh những thay đổi tích cực mang tính dài hạn, thị trường năm 2026 sẽ phải đối mặt với một thách thức mới, đó là chi phí vốn gia tăng. Nhật Bản đã quen với môi trường lãi suất gần bằng 0 trong suốt nhiều thập kỷ, khiến nhiều doanh nghiệp thích nghi bằng cách sử dụng đòn bẩy cao và đầu tư dàn trải nhờ chi phí vốn rẻ. Giờ đây, bối cảnh đã đổi khác. Lạm phát nhích lên và lãi suất bắt đầu tăng, khiến vốn không còn rẻ như trước.

So với mặt bằng quốc tế, mức lãi suất này vẫn thấp, nhưng đối với doanh nghiệp Nhật, đó là một sự thay đổi lớn so với giai đoạn lãi suất gần 0.

Nói cách khác, chi phí sử dụng vốn của doanh nghiệp Nhật đang tăng lên. Cả chi phí nợ lẫn chi phí vốn cổ phần đều cao hơn khi lãi suất phi rủi ro tăng và thị trường định giá lại rủi ro. Hệ quả là năm 2026 nhiều khả năng sẽ trở thành một năm thanh lọc về chất lượng trên thị trường chứng khoán. Nhà đầu tư sẽ phân hóa rõ rệt hơn, thay vì mua dàn trải toàn thị trường như giai đoạn trước. Những doanh nghiệp sở hữu khả năng áp giá tốt, tức có thể tăng giá bán nhờ lợi thế cạnh tranh, sẽ giữ được biên lợi nhuận. Tương tự, các công ty cải thiện được năng suất lao động và kiểm soát chi phí hiệu quả sẽ vẫn duy trì được tăng trưởng lợi nhuận trên mỗi cổ phiếu ngay cả khi lãi suất cao hơn.

Lao động và tiêu dùng: thiếu người ở công nghệ và y tế, nhưng người già thắt chặt chi tiêu.

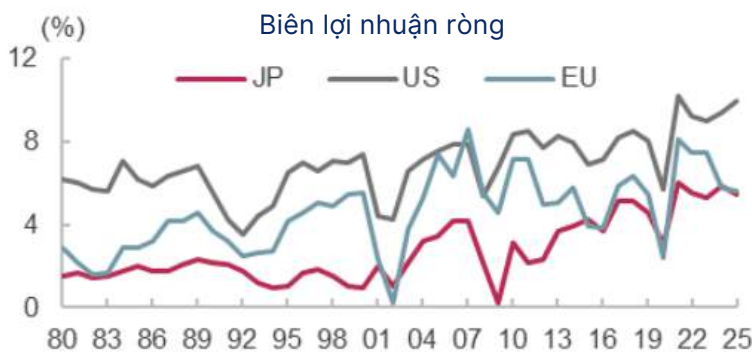
Thị trường lao động Nhật Bản vẫn đang trong trạng thái thắt chặt kỷ lục, đặc biệt thiếu hụt nhân lực ở các lĩnh vực công nghệ thông tin và truyền thông, cũng như y tế và phúc lợi xã hội. Đây là hai ngành ghi nhận mức tăng việc làm mạnh nhất trong năm qua, phản ánh rõ nét điểm nghẽn nhân khẩu học. Nhật Bản thiếu lao động trẻ cho ngành công nghệ, đồng thời thiếu nhân viên chăm sóc trong một xã hội già hóa nhanh. Tỷ lệ chỗ trống trên mỗi ứng viên ở một số ngành đã lên mức rất cao, với xây dựng khoảng 4,6 và điều dưỡng khoảng 3,7, tức là có gần bốn đến năm vị trí cần tuyển cho mỗi người tìm việc.

Lĩnh vực công nghệ thông tin cũng không nằm ngoài xu hướng này. Nhu cầu tuyển dụng kỹ sư phần mềm, chuyên gia trí tuệ nhân tạo và an ninh mạng tăng mạnh, trong khi nguồn cung lao động trong nước không đủ kỹ năng để đáp ứng. Trước thực tế đó, nhiều doanh nghiệp buộc phải đẩy nhanh tự động hóa và ứng dụng AI nhằm bù đắp thiếu hụt nhân sự. Chính phủ đã nới lỏng chính sách visa để thu hút lao động nước ngoài cho các ngành thiếu người, nhưng hiệu quả vẫn còn hạn chế so với tốc độ già hóa dân số. Dự báo cho năm 2026 cho thấy các ngành công nghệ thông tin và chăm sóc sức khỏe sẽ tiếp tục dẫn đầu tăng trưởng việc làm, đồng thời tạo ra áp lực tăng lương cục bộ để thu hút nhân lực.

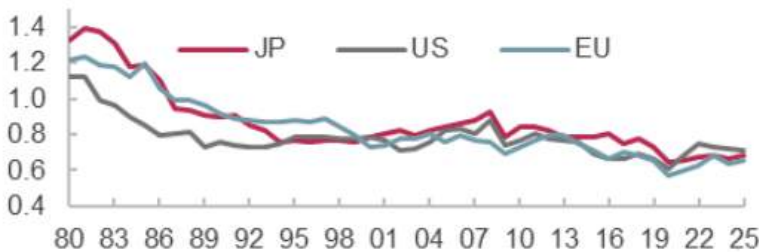
Trái ngược với bức tranh tuyển dụng sôi động, cầu tiêu dùng nội địa của Nhật Bản vẫn bị kìm hãm bởi tâm lý thắt lưng buộc bụng của người cao tuổi. Nhóm dân số trên 65 tuổi hiện chiếm 30,1% tổng dân số. Như đã phân tích, lạm phát thực phẩm cao tác động mạnh đến thu nhập hưu trí, trong khi lương hưu tăng không đáng kể. Dữ liệu cho thấy các hộ gia đình hưu trí thậm chí phải cắt giảm chi tiêu cho thực phẩm và những nhu yếu phẩm khác để cân đối ngân sách cố định. Đây là nguyên nhân chính khiến tổng chi tiêu tiêu dùng của Nhật chưa thể bứt phá, dù thu nhập của người trong độ tuổi lao động đã cải thiện.

Bên cạnh đó, người cao tuổi có xu hướng tiết kiệm để phòng ngừa chi phí y tế trong tương lai, khiến mức **độ co giãn (elasticity) tiêu dùng của nhóm này rất thấp**. Khi giá cả tăng, họ cắt giảm chi tiêu gần như tương ứng. Vì vậy, tổng tiêu dùng tư nhân, chiếm khoảng 55% GDP, được dự báo chỉ tăng yếu, khoảng 1% theo giá thực, trong năm 2026, tiếp tục kéo nền kinh tế vận hành dưới mức tiềm năng.

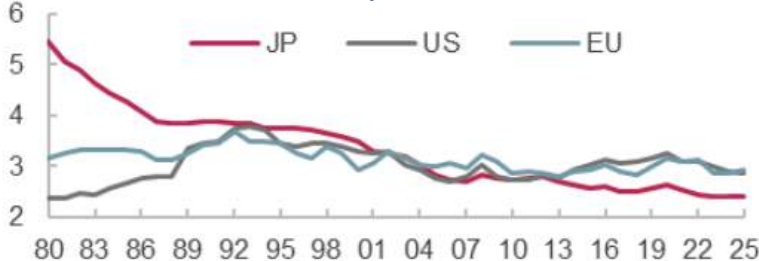
Phân rã DuPont đối với doanh nghiệp Nhật Bản, Mỹ và châu Âu (1980–2025, dữ liệu năm)



Vòng quay tổng tài sản



Đòn bẩy tài chính

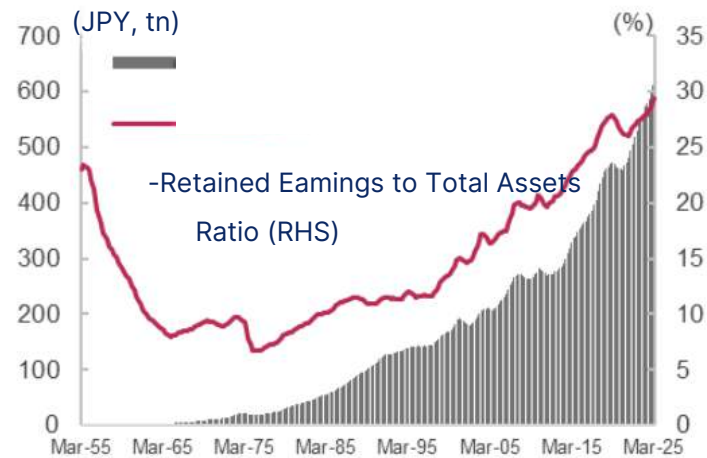


(Ghi chú) Chỉ số cổ phiếu Datastream (loại trừ khối tài chính). Khoảng 800 cổ phiếu tại Mỹ và Nhật Bản, và khoảng 1.500 cổ phiếu tại châu Âu. Số liệu năm 2025 là thực tế tính đến cuối tháng 8.
 Nguồn: Nomura Asset Management, tổng hợp từ LSEG Datastream.

Tóm lại, tình trạng thiếu lao động buộc doanh nghiệp Nhật Bản phải đẩy mạnh tự động hóa và nâng cao năng suất, trong khi việc người cao tuổi thắt chặt chi tiêu khiến cầu nội địa khó có thể bùng nổ. Đây là hai mặt đối lập nhưng song hành của một nền kinh tế già hóa, nơi nguồn cung lao động ngày càng eo hẹp, còn nhu cầu tiêu dùng lại không thể tăng mạnh tương ứng.

Lợi nhuận giữ lại của doanh nghiệp

(Từ tháng 3/1955 đến tháng 6/2025, dữ liệu quý)



(Ghi chú) Lợi nhuận giữ lại được thể hiện dưới dạng bình quân trượt bốn quý.
 (Nguồn) Nomura Asset Management, tổng hợp từ CEIC.

Các biểu đồ cho thấy doanh nghiệp Nhật suốt nhiều thập kỷ “chữa lành” sau bong bóng: biên lợi nhuận và hiệu quả sử dụng tài sản không thua quá xa Mỹ/EU, nhưng đòn bẩy tài chính giảm mạnh và lợi nhuận giữ lại tích lũy ngày càng lớn, khiến ROE kém nổi bật vì vốn chủ bị “phình” lên. Điểm đáng chú ý là xu hướng này đang đổi chiều: năm 2024 doanh nghiệp tăng mạnh mua lại cổ phiếu và đẩy tỷ lệ chi trả lên quanh 60%, hàm ý họ coi cải thiện bảng cân đối không còn là đích đến, mà đang chuyển sang dùng vốn “hiệu quả hơn” để tạo lợi ích cho cổ đông. Nói ngắn gọn: câu chuyện Nhật Bản giờ không chỉ là đồng yên hay lãi suất, mà là từ tích trữ sang phân phối cũng như đầu tư, và nếu xu hướng này bền thì định giá cổ phiếu Nhật còn cửa cải thiện.

Trung Quốc



PHẦN 5: TRUNG QUỐC

Thương mại và Trade War 2.0

Trung Quốc bước vào năm 2025 với một vị thế thương mại đã được chuẩn bị sẵn cho kịch bản Trade War 2.0. Trong nhiều năm qua, cấu trúc xuất khẩu của nước này đã được đa dạng hóa mạnh mẽ sang ASEAN và các nền kinh tế đang phát triển ở phương Nam, qua đó bù đắp đáng kể cho sự suy giảm nhu cầu từ Mỹ. Trong 11 tháng năm 2025, xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ giảm gần -19%, xuống còn khoảng 385 tỷ USD, trong khi xuất khẩu sang ASEAN lại tăng khoảng +14%, đạt xấp xỉ 599 tỷ USD. Nhờ đó, về mặt số liệu ASEAN đã vượt Mỹ để trở thành đối tác thương mại lớn nhất của Trung Quốc. Kết quả là thặng dư thương mại trong 11 tháng năm 2025 vượt mốc 1.000 tỷ USD, mức cao kỷ lục, vừa cho thấy sức cạnh tranh sản xuất của Trung Quốc, vừa làm dấy lên lo ngại toàn cầu về nguy cơ bán phá giá và dư cung lan rộng.

Tuy nhiên, những biến động mạnh của xuất khẩu trong các tháng cuối năm 2025 cho thấy yếu tố kỹ thuật và mùa vụ đóng vai trò không nhỏ. Sự tăng vọt bất thường trong tháng 9 và cú giảm trong tháng 10 phản ánh hiện tượng doanh nghiệp đẩy mạnh xuất hàng sớm để né rủi ro thuế quan mới từ Mỹ. Việc front loading này đã tạo ra mức nền rất cao vào tháng 10 năm 2024. Vì thế, sang tháng 10 năm 2025, xuất khẩu bất ngờ giảm 1,1% so với cùng kỳ, lần đầu tiên sau gần hai năm tăng trưởng, chủ yếu do hiệu ứng nền cao và việc không còn động lực chạy trước thuế như năm trước. Trong bức tranh đó, ASEAN tiếp tục giữ vai trò cửa ngõ lớn, vừa là thị trường tiêu thụ, vừa là tuyến trung chuyển cho hàng hóa Trung Quốc.

Đông Nam Á ngày càng nhập nhiều hàng giá rẻ từ Trung Quốc, một phần để phục vụ nhu cầu nội địa, phần khác làm nguyên liệu trung gian để tái xuất, bao gồm cả các linh kiện đi sang Mỹ. Nhờ dòng vốn đầu tư và chuỗi cung ứng Trung Quốc đã cắm rễ sâu trong khu vực, xuất khẩu của ASEAN sang Mỹ tăng mạnh, trong đó không ít là hàng tạm nhập tái xuất từ Trung Quốc.

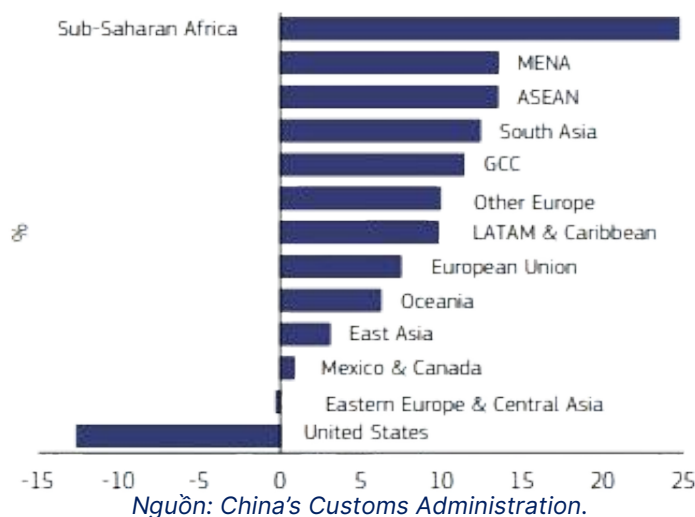
Washington vì thế đã áp mức thuế lên tới 40% đối với những mặt hàng có dấu hiệu transshipment nhằm lách quy tắc xuất xứ. Dù Mỹ mong muốn ASEAN giảm mức độ tham gia vào chuỗi cung ứng mang dấu ấn Made in China, điều này không hề dễ dàng khi nhiều nền kinh tế Đông Nam Á phụ thuộc lớn vào thị trường và dòng vốn từ Trung Quốc. Song song với đó, làn sóng nhập siêu hàng Trung Quốc cũng tạo ra hệ lụy ngay tại ASEAN. Sản xuất nội địa phải đối mặt với cạnh tranh gay gắt, làm dấy lên lo ngại phi công nghiệp hóa ở Indonesia, Thái Lan và thậm chí kích hoạt bất ổn xã hội, như các cuộc biểu tình phản đối hàng Trung Quốc giá rẻ tại Indonesia. Trước áp lực này, một số nước ASEAN đã phải triển khai các biện pháp tự vệ thương mại, áp thuế chống bán phá giá đối với hàng hóa Trung Quốc và siết chặt quy tắc xuất xứ để đối phó với dòng hàng lách thuế. Dẫu vậy, nếu nhìn trên bình diện toàn cầu, rất ít nền kinh tế sẵn sàng trả đũa Trung Quốc một cách mạnh tay. **Chính khoảng trống đó cho phép Trung Quốc đến nay vẫn có thể dịch chuyển lượng hàng dư thừa sang các thị trường khác, thay vì buộc phải thu hẹp sản xuất.**

Bên cạnh thương mại truyền thống, Trung Quốc ngày càng sử dụng những đòn bẩy chiến lược khác. Tháng 10/2025, Trung Quốc bất ngờ cắt xuất khẩu linh kiện chip của Nexperia, một hãng chip gốc Hà Lan nhưng thuộc sở hữu Trung Quốc, sang châu Âu. Động thái này khiến ngành ô tô Đức và Áo rơi vào tình trạng thiếu hụt chip cơ bản cho hệ thống điện. Việc chặn nguồn cung được xem là phản ứng trả đũa việc Hà Lan tước quyền kiểm soát Nexperia vì lo ngại an ninh kinh tế. Kết quả là Bắc Kinh buộc Liên minh EU phải nhượng bộ. Sau cuộc gặp của ông Trump và ông Tập ngày 30/10, Trung Quốc bắt đầu cấp phép miễn trừ để chip của Nexperia được xuất sang châu Âu cho mục đích dân sự. Tuy vậy, sự nhượng bộ này đi kèm điều kiện, khi Trung Quốc chỉ chấp thuận cung cấp trong vòng 12 tháng và giữ quyền ngừng bất cứ lúc nào, tựa hồ như một thanh gươm Damocles lơ lửng trên ngành ô tô châu Âu.

Cùng thời điểm đó, từ giữa năm 2023, Trung Quốc cũng đã siết chặt kiểm soát xuất khẩu đất hiếm như gallium và germanium, những nguyên liệu nút cổ chai mà phương Tây phụ thuộc tới khoảng 95% vào nguồn cung Trung Quốc.

Hệ quả là hàng nghìn xe hơi tại Đức từng phải nằm bãi chỉ vì vướng thủ tục cấp phép xuất khẩu đất hiếm từ Trung Quốc. Rõ ràng, họ đang vũ khí hóa vị thế nguồn cung khoáng sản và linh kiện, biến chúng thành công cụ mặc cả không chỉ với Mỹ mà cả với châu Âu. **Trade War 2.0** vì thế không còn là câu chuyện một chiều, nơi Mỹ áp thuế và Trung Quốc chịu trận, mà **đã trở thành cuộc đấu hai chiều**, trong đó Trung Quốc cũng sở hữu những quân bài đáng kể giấu trong tay áo.

Mức thay đổi giá trị xuất khẩu của Trung Quốc
Giai đoạn Th1–Th7/2025 so với Th1–Th7/2024



Dù xuất sang Mỹ giảm, tổng xuất khẩu của Trung Quốc vẫn giữ nhịp nhờ đẩy mạnh sang ASEAN và các thị trường mới nổi, kéo theo áp lực cạnh tranh hàng giá rẻ lên sản xuất nội địa các nước nhập khẩu.

Tăng trưởng nhưng trở ngại vẫn còn



Nguồn: Aberdeen, Haver, November 2025

Tiêu dùng tiếp tục bị kìm hãm bởi giá nhà giảm và tỷ lệ tiết kiệm cao.



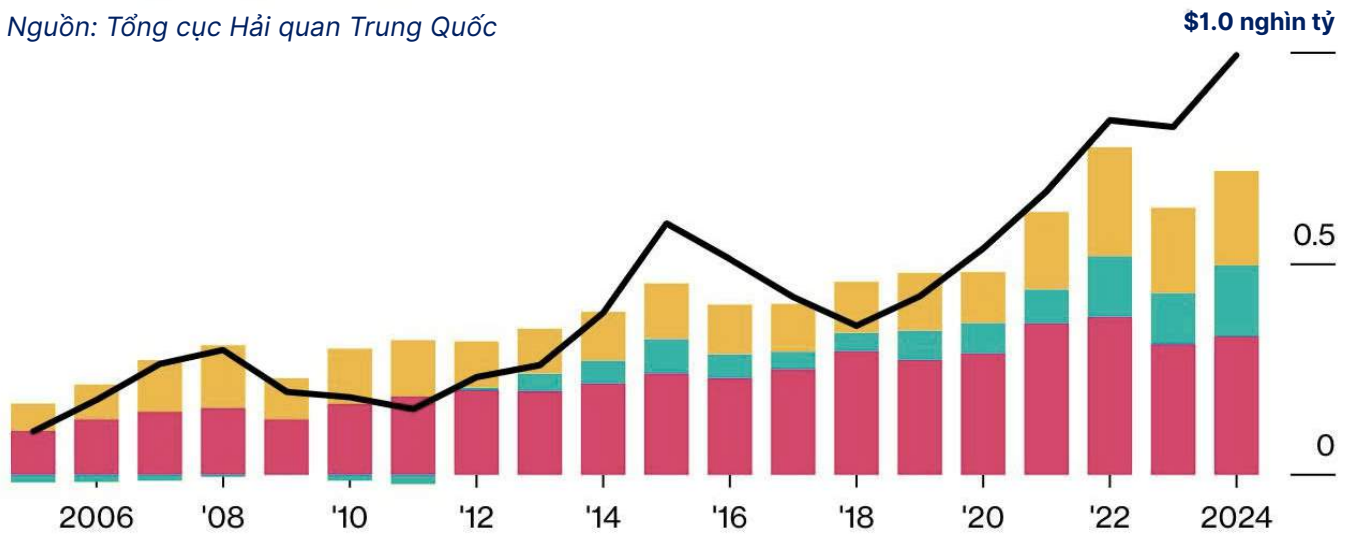
Sản xuất công nghiệp đã bật lại sau giai đoạn “đẩy đơn trước thuế”, nhưng tiêu dùng vẫn ị ạch vì giá nhà giảm và tỷ lệ tiết kiệm cao, nên tăng trưởng “quanh 5%” vẫn mang dáng dấp cung kéo còn cầu hụt. Trong bối cảnh ấy, Trung Quốc nhiều khả năng tiếp tục là nguồn lực kéo lạm phát toàn cầu xuống, đồng thời lại tăng tốc tự chủ công nghệ để thích nghi với môi trường địa chính trị và thương mại ngày càng phân mảnh.

Thặng dư của Trung Quốc tiếp tục tăng vọt

Nhu cầu “mua trước” từ Mỹ chỉ giải thích một phần của đợt tăng

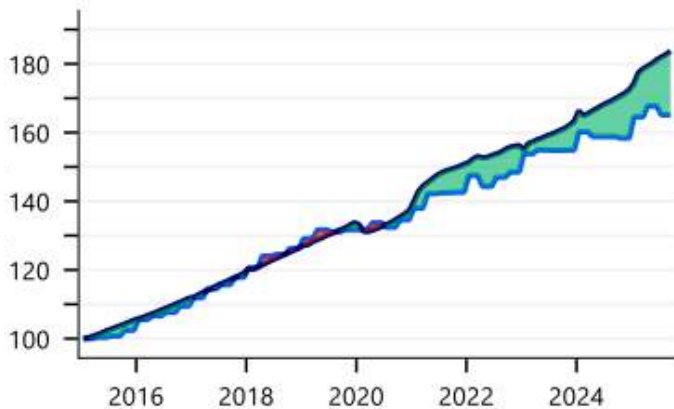
— Total — US — Asean — EU

Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc



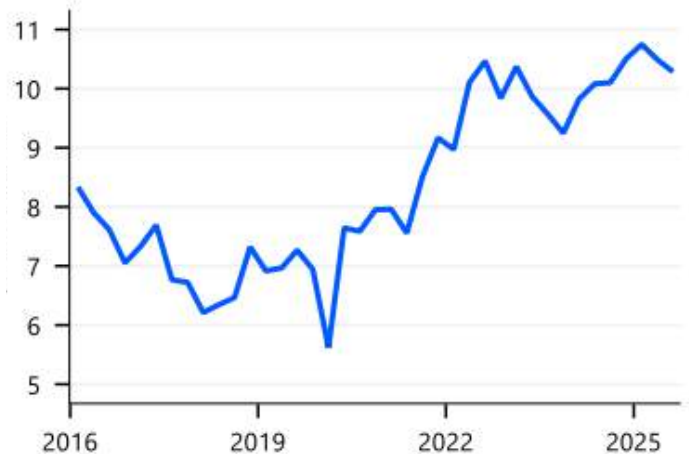
Thặng dư thương mại hàng hóa của Trung Quốc đang “phình” lên theo thời gian, và điểm đáng chú ý là không thể quy hết cho việc Mỹ “front loading”: dòng thặng dư vẫn tăng ngay cả khi xuất sang Mỹ suy yếu, vì Trung Quốc đẩy mạnh tái định tuyến và mở rộng sang các thị trường ngoài Mỹ (ASEAN, các nước Phương Nam...), khiến phần đóng góp từ các khối này ngày càng rõ trong bức tranh tổng. Nói cách khác, frontloading chỉ là lớp sóng bề mặt; lớp nền là việc Trung Quốc vẫn giữ được đà xuất khẩu nhờ chuyển hướng thị trường trong bối cảnh thuế quan và hạn chế thương mại.

Tăng trưởng sản xuất của Trung Quốc vượt xa tăng trưởng nhu cầu



— Dư thừa sản xuất — Thiếu hụt sản xuất — Sản lượng công nghiệp — Nhu cầu trong nước

Hệ quả là thặng dư rất lớn ở cán cân hàng hóa của Trung Quốc



— Cán cân hàng hóa Trung Quốc

Nguồn: Macrobond, RaboResearch 2025 Rabobank

Lý do sâu hơn nằm ở “cấu trúc”: tăng trưởng sản xuất chạy nhanh hơn tăng trưởng nhu cầu nội địa, tạo ra “dư thừa” và đẩy thặng dư ra thị trường quốc tế, đây là lựa chọn chiến lược “production over consumption”, song hành với mục tiêu tự chủ và thống trị công nghệ trong các chuỗi then chốt (đất hiếm, pin, AI, robot, clean tech). Kết quả là cán cân hàng hóa duy trì mức thặng dư rất lớn, vừa tạo quan hệ phụ thuộc để Trung Quốc tận dụng địa kinh tế, vừa khiến Trung Quốc phụ thuộc vào việc phần còn lại của thế giới tiếp tục hấp thụ hàng hóa, tức rủi ro xung đột thương mại sẽ còn “neo” dài.

Cầu nội địa và hộ gia đình: người dân giữ tiền, giảm phát kéo dài, tiêu dùng khó bật

Gốc rễ của những thách thức kinh tế Trung Quốc vẫn nằm ở cầu nội địa suy yếu. Dù xuất khẩu duy trì được nhịp tăng, tiêu dùng trong nước năm 2025 phục hồi rất chậm, phản ánh rõ tâm lý thất vọng buộc bụng của người dân. Các hộ gia đình ưu tiên tích lũy hơn là chi tiêu, thể hiện qua lượng tiền gửi khổng lồ trong hệ thống ngân hàng. Theo khảo sát của PBoC, đến cuối năm 2024 vẫn có hơn 61% hộ gia đình ưu tiên tiết kiệm thay vì tiêu tiền hay đầu tư, trong khi trước đại dịch, tỷ lệ này chỉ khoảng 20% (nguồn tại [đây](#) và [đây](#)).

Văn hóa tiết kiệm vốn ăn sâu, cộng hưởng với mạng lưới an sinh xã hội còn hạn chế, khi chi phí giáo dục, y tế và hưu trí phần lớn do cá nhân tự gánh, càng khiến những người có thu nhập chọn tích lũy để cảm thấy an tâm hơn trước bất trắc.

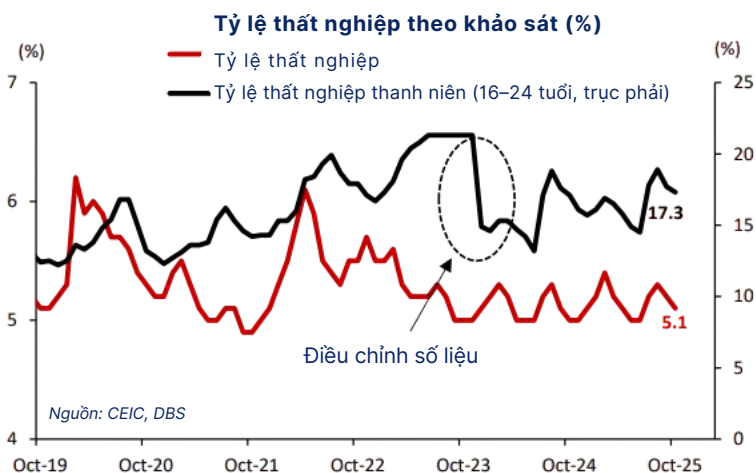
Tình trạng giảm phát kéo dài lại càng củng cố tâm lý giữ tiền chờ giá rẻ hơn. Từ giữa 2023 đến giữa 2025, Trung Quốc hầu như đi sát lần ranh giảm phát, khi CPI liên tục dưới 1% và có nhiều tháng tăng trưởng âm. Đầu 2025, giá tiêu dùng thậm chí giảm liên tiếp trong 4 tháng, một hiện tượng hiếm thấy đối với nền kinh tế từng tăng trưởng nóng như Trung Quốc. Thay vì tranh thủ mua sắm khi giá rẻ, người tiêu dùng lại có xu hướng trì hoãn chi tiêu với kỳ vọng giá sẽ còn giảm nữa. Ngay cả khi CPI bật tăng nhẹ lên 0,7% so với cùng kỳ vào tháng 11/2025, mức cao nhất trong 21 tháng do giá lương thực tăng, lạm phát cơ bản vẫn chỉ ở mức 1,2% và giá sản xuất còn giảm 2,2%. Điều đó cho thấy các doanh nghiệp vẫn phải hạ giá bán để giải phóng hàng tồn kho, và nhu cầu cốt lõi trong nền kinh tế chưa thực sự cải thiện.

Tổng mức bán lẻ năm 2023 tăng về sản lượng khoảng 4,4%, nhưng giá bán bình quân lại -3,4%, một dấu hiệu rõ ràng cho thấy hàng hóa bán chạy chủ yếu nhờ giảm giá sâu, chứ không phải vì sức cầu mạnh (11 tháng 2025 cải thiện với +4,5% về lượng, mức giá bán bình quân -0,4%).

Bên cạnh những yếu tố chu kỳ, các vấn đề cơ cấu càng làm bức tranh trở nên nặng nề hơn. Dân số Trung Quốc đang già hóa nhanh, trong khi tỷ lệ thất nghiệp thanh niên duy trì ở mức cao kỷ lục. Tỷ lệ sinh thấp khiến nhóm trung niên ngày càng chú trọng tích lũy cho tuổi già, còn lực lượng lao động trẻ thu hẹp buộc doanh nghiệp phải ưu tiên tự động hóa thay vì mở rộng tuyển dụng. Tỷ lệ thất nghiệp chính thức của nhóm 16 đến 24 tuổi đã vượt trên 21% vào giữa năm 2023, mức cao chưa từng có, khiến chính phủ phải tạm ngừng công bố số liệu. Dù sau đó phương pháp tính được điều chỉnh bằng cách loại sinh viên, con số vẫn dao động quanh 16 đến 18% vào cuối năm 2025, tức cao gấp ba lần tỷ lệ thất nghiệp chung.

Hàng chục triệu thanh niên tốt nghiệp không tìm được việc làm ổn định đã buộc phải hoãn kết hôn, hoãn sinh con, thậm chí chấp nhận làm việc tạm bợ hoặc chọn trạng thái nằm im trước một tương lai bất định. Thu nhập kỳ vọng thấp kéo theo nhu cầu nhà ở suy giảm, tạo thành vòng luẩn quẩn tác động ngược trở lại bất động sản và tiêu dùng dài hạn. Bất động sản vốn chiếm tới khoảng 70% tài sản của hộ gia đình Trung Quốc, và khi giá nhà giảm hơn 15% từ năm 2021 đến nay, giá trị tài sản của người dân bị bào mòn mạnh, kéo theo sự sụp đổ niềm tin chi tiêu. Không khó hiểu khi niềm tin tiêu dùng trong 2025 vẫn ở mức đáy lịch sử, dù nền kinh tế đã mở cửa trở lại.

Và chừng nào Trung Quốc chưa xử lý dứt điểm khủng hoảng bất động sản và tạo được sự ổn định về thu nhập, thì tiêu dùng nội địa khó có thể thay thế xuất khẩu để trở thành động cơ tăng trưởng chính. Khi xuất khẩu còn đủ vững, áp lực thúc đẩy tiêu dùng trong nước chưa trở nên cấp bách. **Chỉ khi xuất khẩu suy giảm rõ rệt, Trung Quốc mới buộc phải xoay trục sang cầu nội địa.** Nhưng treo ngoe là nếu tiêu dùng không kịp tăng tương ứng, nền kinh tế lại có nguy cơ rơi vào vòng xoáy involution, điều sẽ được bàn sâu hơn ở phần tiếp theo.

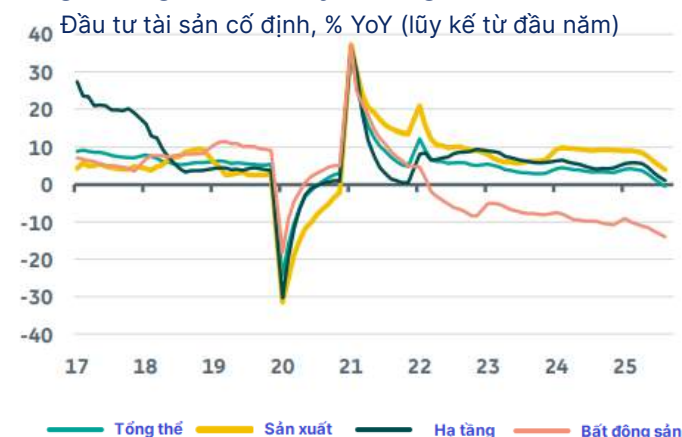


Niềm tin tiêu dùng hồi phục nhẹ nhưng vẫn yếu



Nguồn: ABN AMRO Group Economics, LSEG, Bloomberg

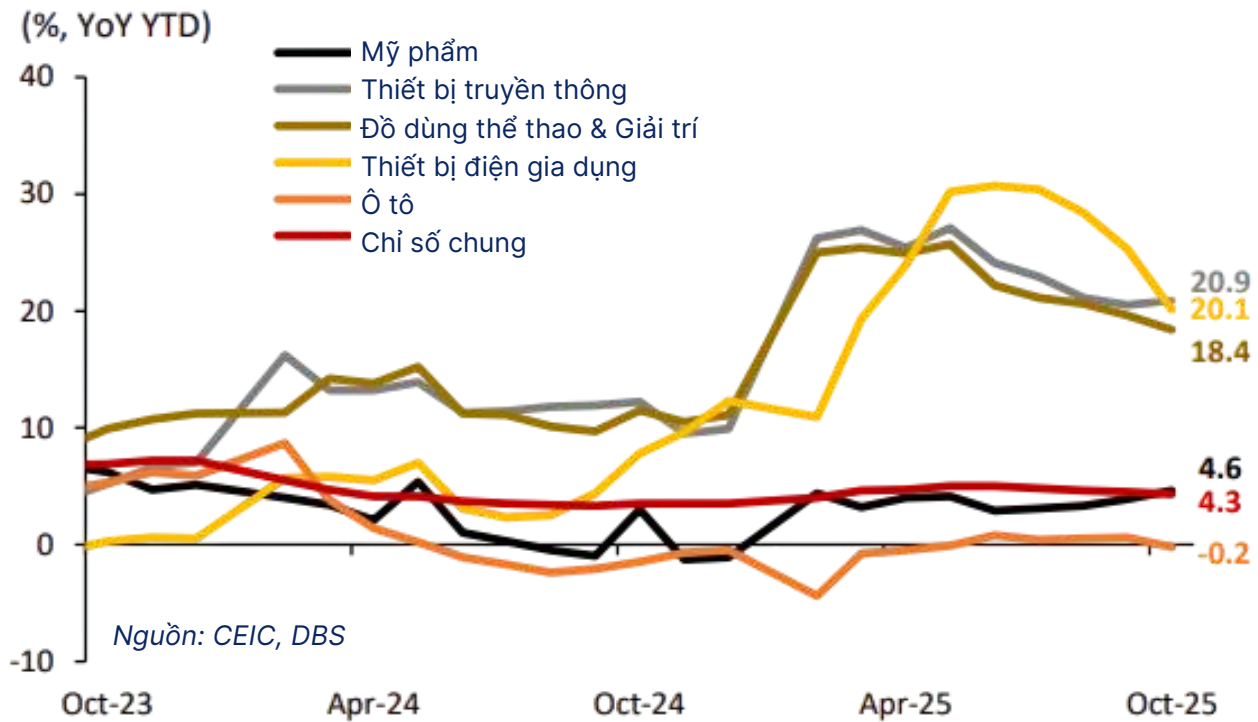
Tăng trưởng đầu tư chuyển sang mức âm



Nhìn chart niềm tin tiêu dùng, điều “đáng nói” không phải là nó có nhích lên hay không, mà là nó nhích lên trong trạng thái rất thấp. Tức là người dân có thể bớt bi quan so với đáy, nhưng vẫn chưa đủ tự tin để mở hầu bao như trước. Đây thường là dấu hiệu của một nền kinh tế mà cảm giác an toàn tài chính của hộ gia đình bị tổn thương: nhà ở chưa ổn (tài sản lớn nhất của nhiều gia đình), việc làm và thu nhập không chắc, nên họ ưu tiên giữ tiền và “đợi rõ hơn”. Khi niềm tin đã bị “đứt”, các gói kích thích kiểu khuyến mãi/trợ cấp có thể làm doanh số bật lên theo đợt, nhưng rất khó tạo ra một vòng lặp tự nhiên “mua sắm → doanh nghiệp bán được → tuyển thêm → lương tăng → mua sắm tiếp”.

Chart bên phải bổ sung đúng mảnh ghép còn lại: đầu tư chung đã chuyển sang âm, và nguyên nhân chính nằm ở bất động sản kéo tụt mạnh. Trong khi đó, chế tạo và hạ tầng vẫn dương (hoặc ít nhất tốt hơn bất động sản) nhưng phần “dương” này không đủ bù phần “âm” của nhà đất, nên tổng thể vẫn xấu đi. Đây là kiểu mất cân đối rất Trung Quốc: “cỗ máy sản xuất” vẫn cố chạy bằng chế tạo hay hạ tầng, nhưng “cục đá nhà đất” kéo chân, làm cầu nội địa không bật. Hệ quả là tăng trưởng dễ phải dựa vào xuất khẩu và sản xuất, còn tiêu dùng và bất động sản vẫn là hai điểm khiến kinh tế thiếu lực tự thân và nếu nhà ở chưa được “ghim” lại, mọi nỗ lực kích cầu sẽ giống như bơm hơi vào lốp vẫn đang xì.

Doanh số bán lẻ (% YoY YTD)



Sức cầu tiêu dùng tiếp tục suy yếu



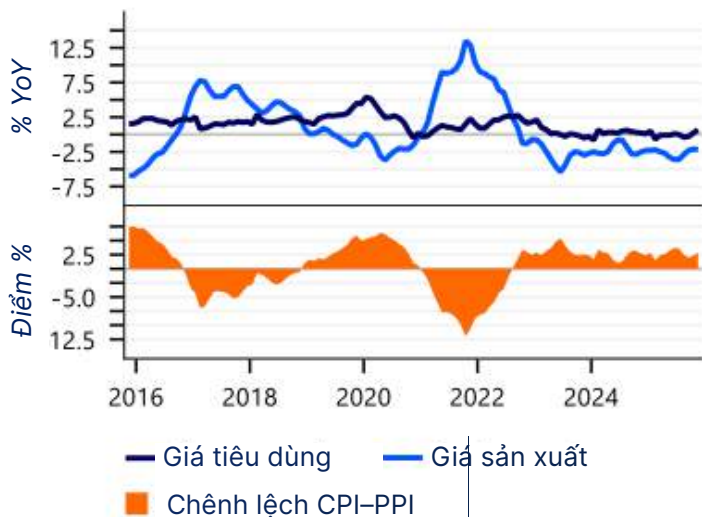
Tiêu dùng Trung Quốc đang tăng lệch: vài nhóm hàng “được kích” như xe và đồ điện tử tăng rất mạnh, nhưng mức tăng chung chỉ quanh 4-5%, tức sức mua nền vẫn khá dè dặt. Khi hộ gia đình vẫn ưu tiên gửi tiết kiệm và việc làm (đặc biệt nhóm trẻ) chưa cải thiện rõ, đà bán lẻ hiện nay dễ mang tính “chiến dịch” hơn là phục hồi tự thân. Cầu nội địa đang yếu thêm: bán lẻ rơi về đáy mới, còn nhà ở chưa ổn định nên “hiệu ứng Wealth Effect” tiếp tục mất. Khi tiêu dùng và bất động sản cùng hụt, tăng trưởng vẫn buộc phải dựa vào xuất khẩu/sản xuất.

Anti Involution: chữa phần ngọn nhưng gốc dư cung vẫn còn

Trong bối cảnh giá cả suy giảm và doanh nghiệp đua nhau cắt giá để xả hàng, từ giữa năm 2025 Bắc Kinh khởi xướng một chiến dịch kinh tế mới mang tên Chống nội quyền, hay Anti Involution. Cắt nghĩa ra thì thuật ngữ này (内卷) ám chỉ trạng thái cạnh tranh bị đẩy đến mức tự triệt tiêu tiến bộ, điển hình là những cuộc chiến giá khốc liệt nơi rốt cuộc không ai thực sự thắng. Tại hội nghị cấp cao tháng 7/2025, Chủ tịch Tập Cận Bình đã trực tiếp kêu gọi chấn chỉnh tình trạng cạnh tranh giá bị xem là hỗn loạn trong các ngành đang dư thừa công suất như năng lượng mặt trời, xe điện và thép. Đây là lần hiếm hoi chính quyền trung ương công khai thừa nhận rằng kiểu cạnh tranh mang tính hủy diệt lẫn nhau đã trở thành một vấn đề nghiêm trọng và cần được chấm dứt.

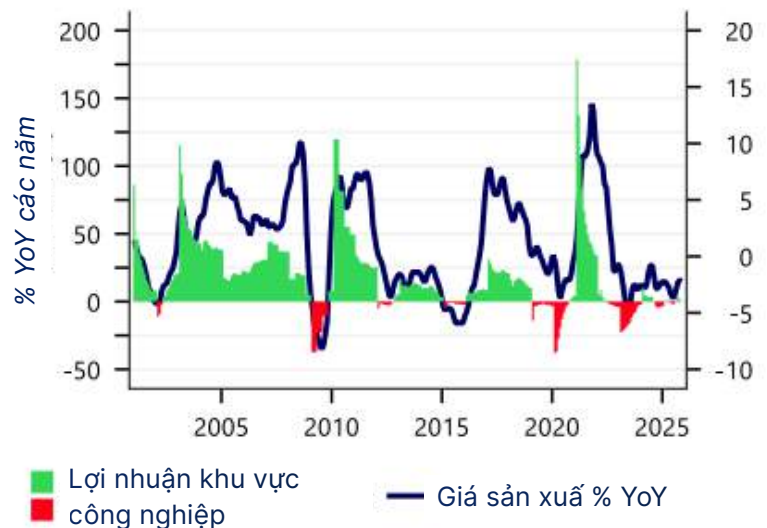
Xét cho kỹ, Anti Involution thực chất là một hình thức can thiệp vào hành vi cạnh tranh. **Chính quyền sử dụng mệnh lệnh hoặc hướng dẫn để doanh nghiệp dừng đua giảm giá, dừng các chương trình khuyến mại cực đoan và dừng bán phá giá, qua đó giữ lại biên lợi nhuận để họ có thể dễ thở hơn.** Đây là liệu pháp mang tính chữa phần ngọn, giúp giảm áp lực giảm phát trong ngắn hạn và tránh nguy cơ sụp đổ hàng loạt doanh nghiệp, nhưng tự thân nó **không tạo ra cầu mới cho nền kinh tế.** Nguyên nhân sâu xa của các cuộc chiến giá vẫn nằm ở dư cung và thiếu cầu. Khi hàng tồn kho chất đống, doanh nghiệp buộc phải bán bằng mọi giá để thu hồi chút tiền mặt, và các đối thủ cũng phải hạ giá theo để giữ doanh thu. Vòng xoáy này tự khuếch đại, bởi giá càng giảm thì lợi nhuận càng bị bào mòn, đầu tư mới càng co lại và giảm phát lại càng nặng nề hơn.

Trung Quốc tiếp tục vật lộn với lạm phát thấp, có lúc rơi vào giảm phát



Nguồn: Macrobond, RaboResearch 2025

Giá sản xuất giảm đang bào mòn khả năng sinh lời



Có lúc rơi vào giảm phát: giá tiêu dùng gần như không lên được, trong khi giá xuất xưởng (PPI) còn yếu hơn, phản ánh cầu nội địa chưa đủ mạnh để “ôm” năng lực cung. Khi mặt bằng giá không nhích, doanh nghiệp buộc phải giảm giá để bán được hàng, và tâm lý phòng thủ của khu vực tư nhân kéo dài. Biểu đồ bên phải nổi thẳng hệ quả: PPI giảm bào mòn lợi nhuận, khiến khu vực sản xuất càng dễ rơi vào vòng xoáy cạnh tranh kiểu “nội quyền” cuộc đua giảm giá, mở rộng sản lượng để giành thị phần, nhưng tổng lợi nhuận toàn ngành lại co lại. Vì vậy Bắc Kinh đẩy mạnh chính sách “anti involution” nhằm chặn các cuộc chiến giá, đưa hệ thống quay về điểm cân bằng giữa cung cầu. Nhưng nếu “chống” quá tay, rủi ro là triệt tiêu động lực kinh doanh & đổi mới: cái gì thái quá cũng không tốt.

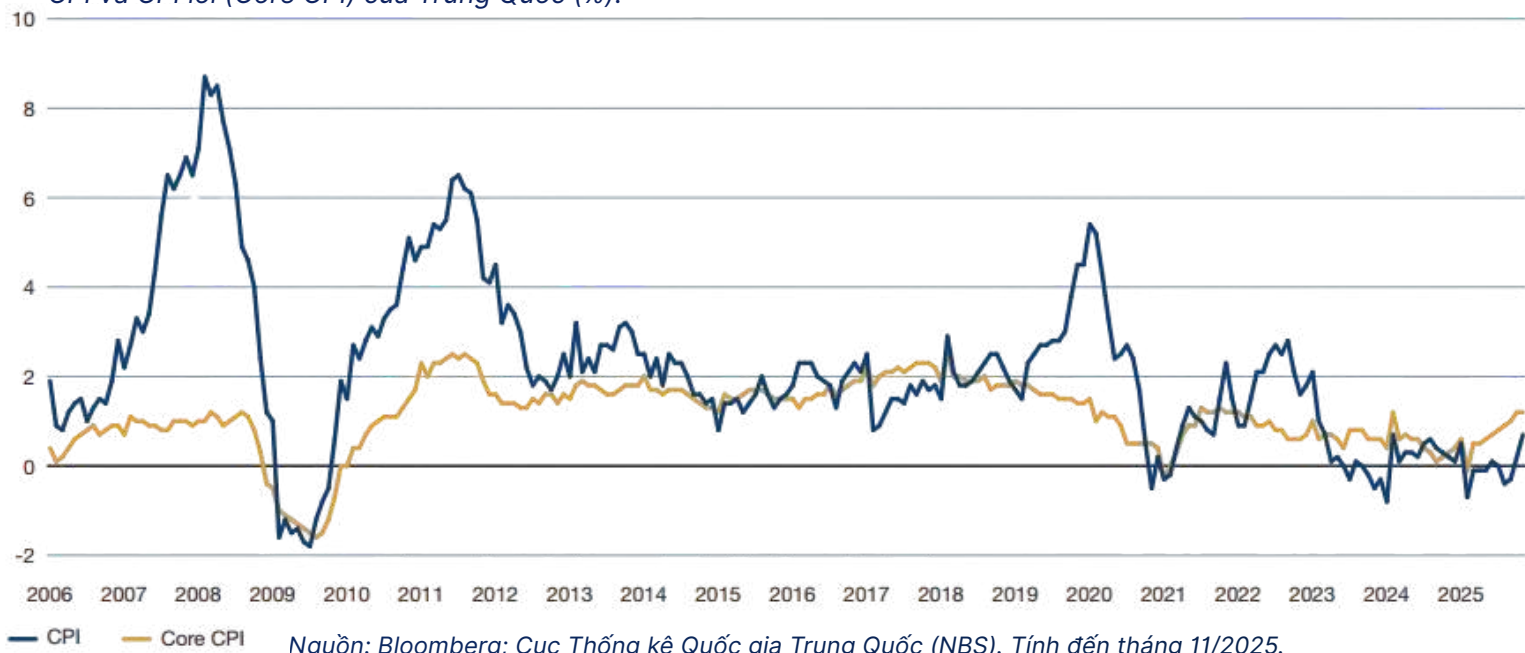
Hiện tượng này thể hiện rất rõ trong ngành pin mặt trời. Giá bán ở các khâu từ silicon đến mô đun trong năm 2024 đã giảm từ 60% đến 80% so với đỉnh 2023, đẩy 39/121 công ty trong chuỗi rơi vào thua lỗ và khiến hơn 50 doanh nghiệp phá sản. Tương tự, các hãng xe điện Trung Quốc đua nhau hạ giá từ đầu 2023 để giành thị phần đã kéo lợi nhuận toàn ngành lao dốc. Ở lĩnh vực thương mại điện tử, các ông lớn cũng đốt tiền khuyến mại để tranh giành người dùng. Cổ phiếu của Meituan, Alibaba và JD.com đã giảm hơn 20% chỉ trong giai đoạn từ tháng 3 đến tháng 7 năm 2025 vì cuộc đua giành miếng bánh giao hàng giá rẻ.

Chiến dịch Anti Involution được triển khai nhằm cắt đứt vòng xoáy phá giá này trước khi nó lan rộng và gây tổn hại cho toàn bộ khu vực sản xuất. Giai đoạn đầu chủ yếu là lời kêu gọi và hiệu triệu từ trung ương.

Nhiều khả năng 2026 sẽ xuất hiện các biện pháp cứng rắn hơn, như thanh tra và xử phạt hành vi phá giá, áp đặt hạn ngạch sản xuất hoặc đưa ra tiêu chuẩn chất lượng tối thiểu, để doanh nghiệp không còn con đường cạnh tranh bằng giá rẻ kém chất lượng. Trên thực tế, một số hiệp hội ngành đã bắt đầu tự nguyện thỏa thuận hạn chế việc giảm giá sâu, chẳng hạn hiệp hội pin mặt trời kêu gọi các thành viên cạnh tranh lành mạnh thay vì bán dưới giá thành. Nhà nước cũng kiểm soát chặt việc mở rộng công suất mới trong các lĩnh vực đã dư thừa, hạn chế phê duyệt các dự án solar, xi măng và thép nhằm giảm áp lực nguồn cung. Tuy nhiên, gốc rễ của vấn đề dư cung vẫn chưa được giải quyết. Đà giảm phát kéo dài cho thấy cầu cuối cùng còn yếu và hàng hóa vẫn ứ đọng. Nói cách khác, Chống nội quyền giúp chặn đua giảm giá để cứu lợi nhuận, nhưng để xử lý tận gốc thì cần phải đóng bớt công suất dư thừa hoặc kích cầu một cách thực chất. Đây sẽ là bài toán khó của Trung Quốc trong năm 2026.

Giá thực phẩm giảm đã trở thành lực cản đối với CPI tổng thể (headline CPI)

CPI và CPI lõi (Core CPI) của Trung Quốc (%).



Khi cầu yếu mà cung vẫn chạy, doanh nghiệp (và cả chuỗi cung ứng) dễ rơi vào đua giảm giá để giữ thị phần, khiến mặt bằng giá thấp kéo dài và lợi nhuận bị bào mòn, đó chính là cơ chế tạo ra giảm phát mà Trung Quốc đang muốn chặn lại bằng chiến dịch "Chống nội quyền".

Cung và năng lực cạnh tranh: sức mạnh sản xuất với AI, robot và hạ tầng mới

Đối diện với bài toán thiếu cầu, Trung Quốc không chọn con đường mở rộng chi an sinh xã hội để kích tiêu dùng như Mỹ, mà dồn nguồn lực vào đầu tư phía cung và công nghệ. Cách tiếp cận này dựa trên niềm tin rằng việc nâng cao năng lực sản xuất và chiếm ưu thế công nghệ sẽ bảo đảm vị thế kinh tế lâu dài. Trong năm 2025, dòng vốn nhà nước tiếp tục ưu tiên cho các ngành chiến lược như bán dẫn, vật liệu mới, năng lượng tái tạo và sản xuất số. Đầu tư tài sản cố định vào khu vực công nghiệp chế tạo tăng mạnh khoảng 7,5% trong sáu tháng đầu năm 2025, trong khi đầu tư vào bất động sản giảm 11% và tổng đầu tư tài sản cố định toàn nền kinh tế chỉ tăng khoảng 2,8%. Nếu loại trừ bất động sản, đầu tư nói chung tăng trên 6,6%, tập trung vào hạ tầng như điện, giao thông và viễn thông tăng 4,6%, cùng sản xuất công nghiệp tăng 10,2% (nguồn tại [đây](#)).

Các ngành công nghệ cao chứng kiến làn sóng vốn bùng nổ. Đầu tư vào dịch vụ thông tin tăng 37,4%, còn sản xuất hàng không vũ trụ tăng 26,3% H1/2025. Chính phủ cũng đang xem xét một gói đầu tư trị giá 70 tỷ USD cho ngành bán dẫn nội địa, nhằm đẩy nhanh việc xây dựng các nhà máy chip và giảm phụ thuộc vào công nghệ nước ngoài. Theo cách đó, Trung Quốc kiên trì theo đuổi chiến lược Made in China 2025, với mục tiêu chuyển mình từ công xưởng giá rẻ thành một cường quốc sản xuất công nghệ cao.

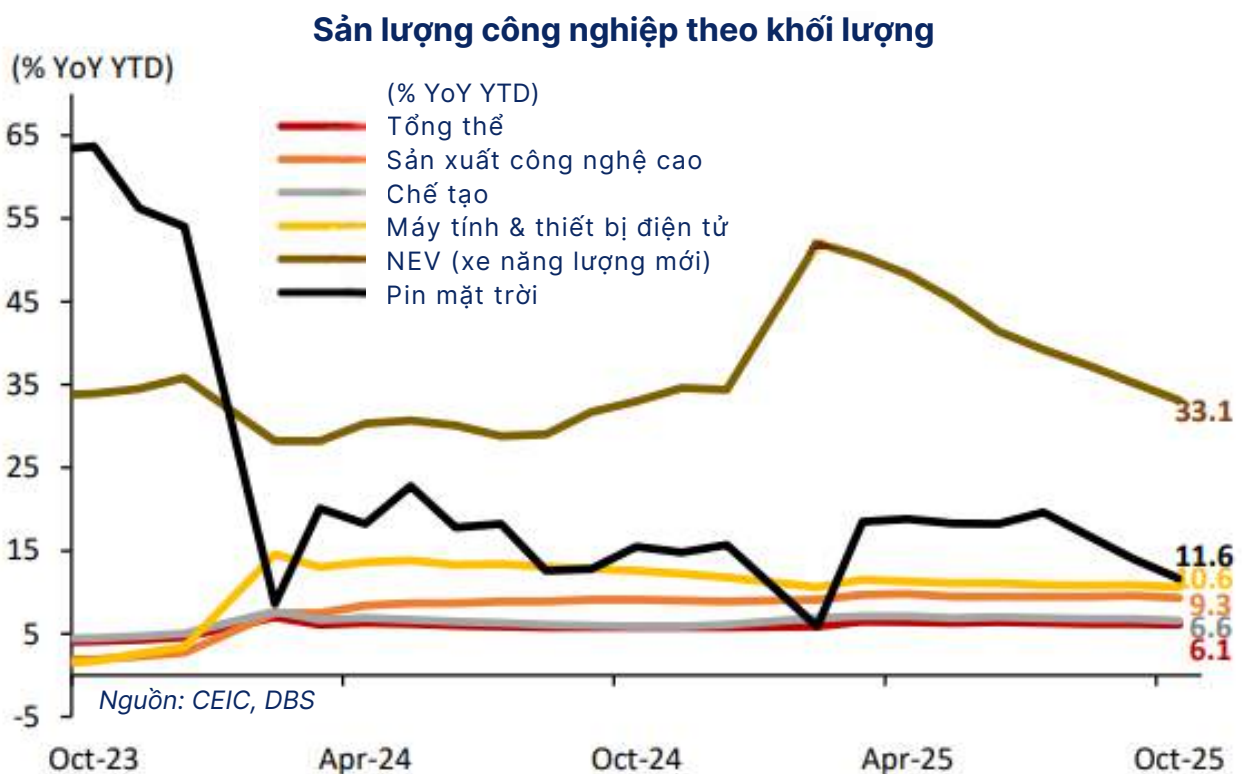
Một điểm nhấn đáng chú ý 2025 là sự trỗi dậy của các mô hình AI nguồn mở với chi phí thấp. Tháng 1/2025, DeepSeek bất ngờ tung ra mô hình AI DeepSeek R1 có hiệu năng mạnh nhưng chi phí rất rẻ, tạo ra cú chấn động trong giới công nghệ. Trung Quốc không chỉ nổi lên ở phần mềm AI mà còn đang dẫn đầu về phần cứng robot. Theo Liên đoàn Robot Quốc tế, trong năm 2024 Trung Quốc đã triển khai 295.000 robot công nghiệp, chiếm 54% tổng số robot mới trên toàn cầu, cao gấp gần 10 lần Mỹ, nơi chỉ triển khai khoảng 34.000 robot. Tổng số robot trong các nhà máy Trung Quốc hiện đã vượt 2 triệu đơn vị, gấp khoảng 5 lần so với Mỹ. Đáng chú ý, robot sản xuất trong nước đã chiếm tới 57% thị phần nội địa, vượt qua các hãng nước ngoài.

Năng lực sản xuất robot tăng vọt, với việc Trung Quốc dự kiến sản xuất 1/3 số robot của thế giới trong năm 2025, cho thấy tốc độ tự động hóa rất nhanh tại công xưởng toàn cầu. Máy móc dần thay thế lao động phổ thông, phần nào giải quyết bài toán thiếu hụt nhân lực trẻ. Dĩ nhiên, Trung Quốc vẫn còn tụt hậu ở một số linh kiện cốt lõi của robot hình người như cảm biến và chip điều khiển, khi nhiều thành phần tiên tiến vẫn phải nhập từ Đức và Nhật. Tuy vậy, ở các khía cạnh khác như quy mô và ứng dụng thực tế, Trung Quốc đã vượt xa Mỹ. Thậm chí đã có các start up Trung Quốc đưa robot hình người vào vận hành thực tế, trong khi sản phẩm của Elon Musk vẫn chủ yếu nằm trong phòng thí nghiệm.

Chi tiết sâu hơn có thể đọc tại [đây](#) trang 19.

Bên cạnh khu vực doanh nghiệp, đầu tư công cũng được thúc đẩy sớm cho các dự án hạ tầng mới hướng tới năm 2026. Bộ Tài chính Trung Quốc đã phê duyệt sớm hạn ngạch trái phiếu đặc biệt cho chính quyền địa phương từ cuối năm 2024, để sang năm 2025 có thể phát hành trước kế hoạch và rót vốn vào các công trình trọng điểm nhằm đón đầu đà giảm tốc. Nhờ đó, nhiều dự án về lưới điện thông minh, trung tâm dữ liệu, giao thông số, trạm sạc xe điện và thích ứng khí hậu đã kịp khởi công vào cuối năm 2025 để tạo lực kéo cho năm 2026. Ước tính riêng trong H1/2025, các địa phương đã phát hành hơn 2 nghìn tỷ RMB trái phiếu đặc biệt, tăng mạnh so với cùng kỳ. Các ngân hàng chính sách quốc gia cũng bơm hàng trăm tỷ RMB tín dụng ưu đãi vào lĩnh vực hạ tầng.

Kết quả là dù đầu tư tư nhân vẫn khá ẻo lạt, đầu tư công ngoài bất động sản vẫn tăng khoảng 5% đến 7%, giúp kinh tế Trung Quốc tránh bị hụt hơi quá mức. Tuy nhiên, nghịch lý cũng dần lộ rõ. Khi năng lực sản xuất được kích lên mạnh mẽ mà cầu tiêu thụ chưa tăng tương xứng, dư cung cuối cùng lại tiếp tục quay trở lại. Lãnh đạo Trung Quốc hiểu rõ điều này, và đó cũng là lý do vì sao chiến dịch Anti Involution được triển khai song song, nhằm hạn chế những hệ quả tiêu cực khi cung vượt cầu trong nước.



Chiến dịch “chống nội quyền” đang bắt đầu có tác dụng theo đúng logic của Trung Quốc: giá bán buôn bớt giảm (PPI thu hẹp từ khoảng -3,6% xuống -2,1%), doanh nghiệp lấy lại chút quyền định giá nên lợi nhuận công nghiệp đã chuyển từ âm nửa đầu năm sang dương 9 tháng, nhưng phần “hồi” chủ yếu đến từ khu vực tư nhân (~5,1%) trong khi doanh nghiệp nhà nước vẫn lình xình quanh 0 (~-0,3%). Ở phía sản lượng, động lực nằm ở các mảng “mới” (xe năng lượng mới ~31%, pin mặt trời ~12%), còn phần sản xuất truyền thống đi lên chậm, phản ánh cầu trong nước chưa đủ mạnh để kéo cả hệ thống. Điểm đáng chú ý là thượng nguồn đã bắt đầu giảm nhịp sản xuất, cho thấy họ đang cố kéo cung về gần cầu; câu hỏi 2026 là kỷ luật này có đủ bền để lợi nhuận lan rộng ra khỏi chế tạo, hay lại quay về vòng xoáy dư cung buộc phải giảm giá nếu cầu thép/than vẫn yếu?

Không gian chính sách: không thể bẻ lái mạnh vì rủi ro tài chính và dòng vốn

Bức tranh tổng thể cho thấy trong năm 2025, Trung Quốc đã triển khai nhiều biện pháp hỗ trợ kinh tế có trọng tâm, nhưng không xuất hiện một cú xoay kích thích quy mô lớn như cách các nền kinh tế phương Tây từng thực hiện. Nguyên nhân nằm ở dư địa chính sách đã thu hẹp và ưu tiên ổn định vĩ mô của ông Tập Cận Bình. Về tài khóa, cả ngân sách trung ương lẫn địa phương đều chịu áp lực nợ lớn. Nợ công công khai vào khoảng 77% GDP, nhưng nếu tính cả trái phiếu đặc biệt và các khoản nợ tiềm ẩn của chính quyền địa phương, con số này có thể lên tới khoảng 120% GDP. Chính ông Tập đã trực tiếp cảnh báo lãnh đạo các tỉnh không chạy theo tăng trưởng liều lĩnh bằng những dự án phô trương. Ông chỉ trích tình trạng nhiều địa phương trước đây vay nợ ồ ạt để làm hạ tầng kém hiệu quả, để rồi xuất hiện hàng loạt khu công nghiệp hoang hóa, số liệu tăng trưởng thì phình to nhưng nền kinh tế thực lại dư thừa công suất. Ông nhấn mạnh rằng không nên chỉ nhìn vào tốc độ GDP, mà cần nhìn vào phúc lợi người dân và sự ổn định dài hạn. Vì thế, Bắc Kinh không muốn tung thêm các gói kích thích lớn, mà *chọn cách phân bổ nguồn lực một cách có chọn lọc*. Trung Quốc cũng tránh hoàn toàn mô hình trực thăng tiền mặt như Mỹ từng áp dụng sau đại dịch.

Ở phía tiền tệ, PBoC cũng không nói lỏng mạnh tay do lo ngại rủi ro tài chính và biến động dòng vốn. Lãi suất cho vay cơ bản hiện chỉ quanh mức 3,45% cho kỳ hạn 1 năm, thấp nhất trong nhiều năm, trong khi tỷ lệ dự trữ bắt buộc tại các ngân hàng lớn đã giảm về 7,4%.

Thanh khoản trong hệ thống không thiếu, nhưng **tín dụng vẫn không chảy mạnh vì doanh nghiệp và người dân không mặn mà vay khi tổng cầu yếu**. Việc cắt lãi suất sâu hơn có nguy cơ thúc đẩy dòng vốn chảy ra nước ngoài do chênh lệch lãi suất âm so với Mỹ. Thực tế, từ giữa năm 2022, khi Cục Dự trữ Liên bang Mỹ tăng lãi suất và kinh tế Trung Quốc bắt đầu lộ dấu hiệu suy yếu, đồng RMB đã chịu áp lực mất giá đáng kể. Ngân hàng trung ương Trung Quốc đã nhiều lần phải bán ngoại tệ để can thiệp và siết chặt quản lý dòng vốn nhằm giữ tỷ giá không vượt qua những ngưỡng nhạy cảm (*Trong bối cảnh này, tam giác bất khả thi lại trở nên khả thi nhờ dự trữ ngoại hối lớn qua đó cho thấy thực tiễn là tiêu chuẩn duy nhất để kiểm nghiệm chân lý*). Đến cuối năm 2025, dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đạt khoảng 3,34 nghìn tỷ USD, mức cao nhất trong 10 năm, phần nào nhờ thặng dư thương mại rất lớn bù đắp cho dòng vốn rút ra. Dù vậy, giới chức vẫn hết sức thận trọng và đặt mục tiêu giữ tỷ giá ổn định tương đối quanh vùng 7,0 đến 7,3 RMB đổi một đô la Mỹ. Nếu để đồng tiền mất giá mạnh, không chỉ dòng vốn có thể chảy ra mà còn ảnh hưởng đến mục tiêu quốc tế hóa đồng RMB (nhân dân tệ) mà ông Tập theo đuổi. Ngược lại, nếu giữ tỷ giá quá cứng, xuất khẩu sẽ chịu thiệt. Vì thế, PBoC buộc phải cân bằng rất tinh tế.

Rủi ro của năm 2026 nằm ở chỗ nếu cầu nội địa tiếp tục yếu và giảm phát không chấm dứt, thị trường có thể nhìn nhận cách tiếp cận từ tốn hiện nay là chưa đủ lực. Tăng trưởng GDP năm 2024 đạt khoảng 5,2% nhờ xuất khẩu, nhưng bước sang năm 2026, mục tiêu tăng 5% sẽ khó khăn hơn khi thặng dư thương mại không thể tăng mãi.

Trong kịch bản đó, Trung Quốc có thể buộc phải nói tay hơn, nhưng nhiều khả năng họ sẽ chọn một lối đi vòng. Đó là **đẩy vốn giá rẻ ra bên ngoài, hướng tới các nước phương Nam thông qua Sáng kiến Vành đai và Con đường**. Cách làm này gợi nhớ đến Nhật Bản trong giai đoạn Thập kỷ mất mát, khi lượng vốn dư thừa trong nước với lãi suất thấp được đưa ra nước ngoài cho vay, **vừa giảm áp lực trong nước, vừa gia tăng ảnh hưởng địa chính trị**. Trên thực tế, trong năm 2025 Trung Quốc đã mở rộng việc cho các nước phương Nam phát hành Panda Bond và triển khai các thỏa thuận hoán đổi tiền tệ. **Nhìn chung, không gian chính sách của Trung Quốc hiện khá chật hẹp. Tài khóa vướng trần nợ, tiền tệ vướng trần vốn, còn tỷ giá lại gắn với những mục tiêu chính trị dài hạn.**

Bởi vậy, năm 2025 không chứng kiến một cú bẻ lái ngoạn mục nào, mà thay vào đó là chuỗi biện pháp được rải đều với liều lượng nhỏ. Giới chức Trung Quốc nhiều lần khẳng định sẽ kiên nhẫn và ưu tiên ổn định hệ thống hơn là chạy theo các mục tiêu trước mắt. Tại Hội nghị Kinh tế Trung ương tháng 12 năm 2025, ông Tập tiếp tục nhấn mạnh tăng trưởng chất lượng và bền vững, yêu cầu tránh những dự án liều lĩnh chỉ để đạt thành tích ngắn hạn. Chính phủ dự kiến giữ mục tiêu tăng trưởng GDP khoảng 5% cho năm 2026, coi đây là mức hợp lý chứ không phải mức tối đa. Trung Quốc đang ở trong một giai đoạn bản lề, và cách họ cân bằng giữa ổn định và tăng trưởng trong năm 2026 sẽ để lại ảnh hưởng sâu rộng đối với kinh tế toàn cầu.

Xung lực tín dụng của Trung Quốc chuyển sang dương nhờ kích thích

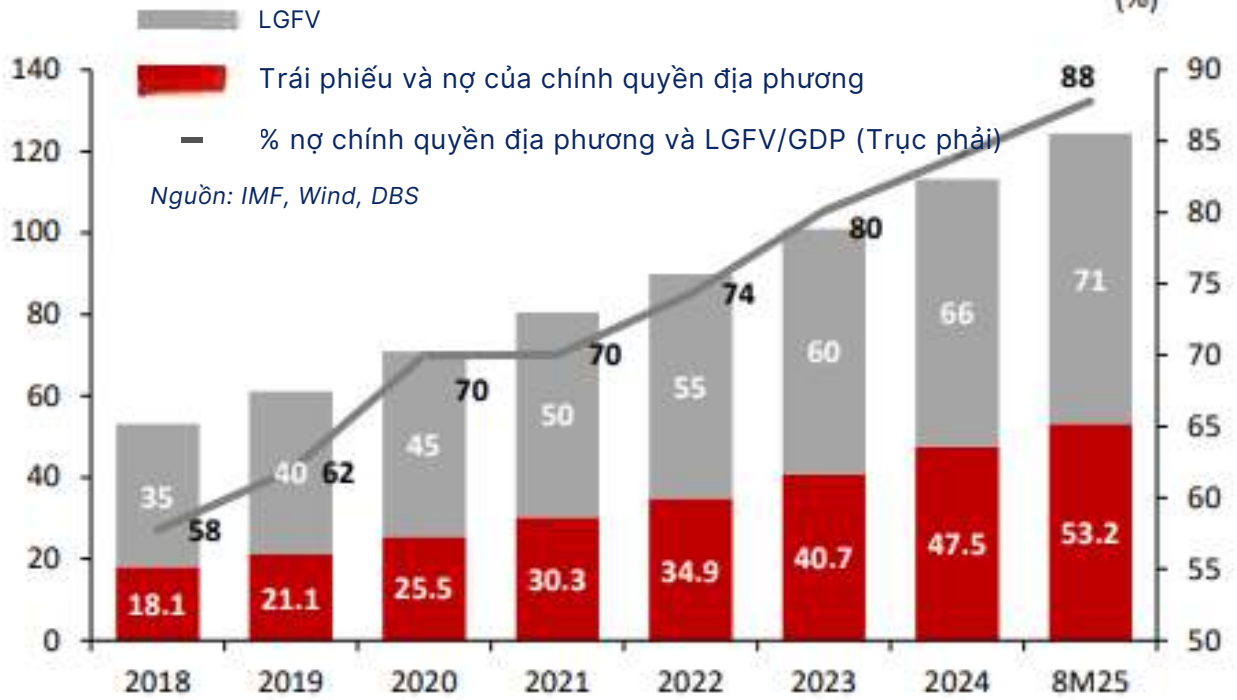


Ghi chú: Tính đến 7/2025. Được đo bằng mức thay đổi so với cùng kỳ của bình quân trượt 3 tháng của tổng: (1) tổng tài trợ xã hội (loại trừ cổ phiếu) và (2) phát hành trái phiếu chính quyền địa phương, tất cả tính theo % GDP.
 Nguồn: Haver Analytics, RBC GAM

Biểu đồ cho thấy “xung lực tín dụng” (credit impulse) đã quay lại dương: dòng tín dụng mới đang tăng tốc nhờ kích thích, thường là tín hiệu kinh tế sẽ “đỡ yếu” sau vài quý. Dĩ nhiên thước đo này **tính theo quý**. Nhưng vì cú tăng này nghiêng về khu vực nhà nước (hạ tầng/trái phiếu địa phương) trong khi nợ đã dày và tiêu dùng nhà ở còn yếu, nó giống một cú “đỡ nhịp” hơn là phục hồi tự thân, điều cần theo dõi 2026 là tín dụng có lan sang được khu vực tư nhân hay không.

Nợ chính quyền địa phương

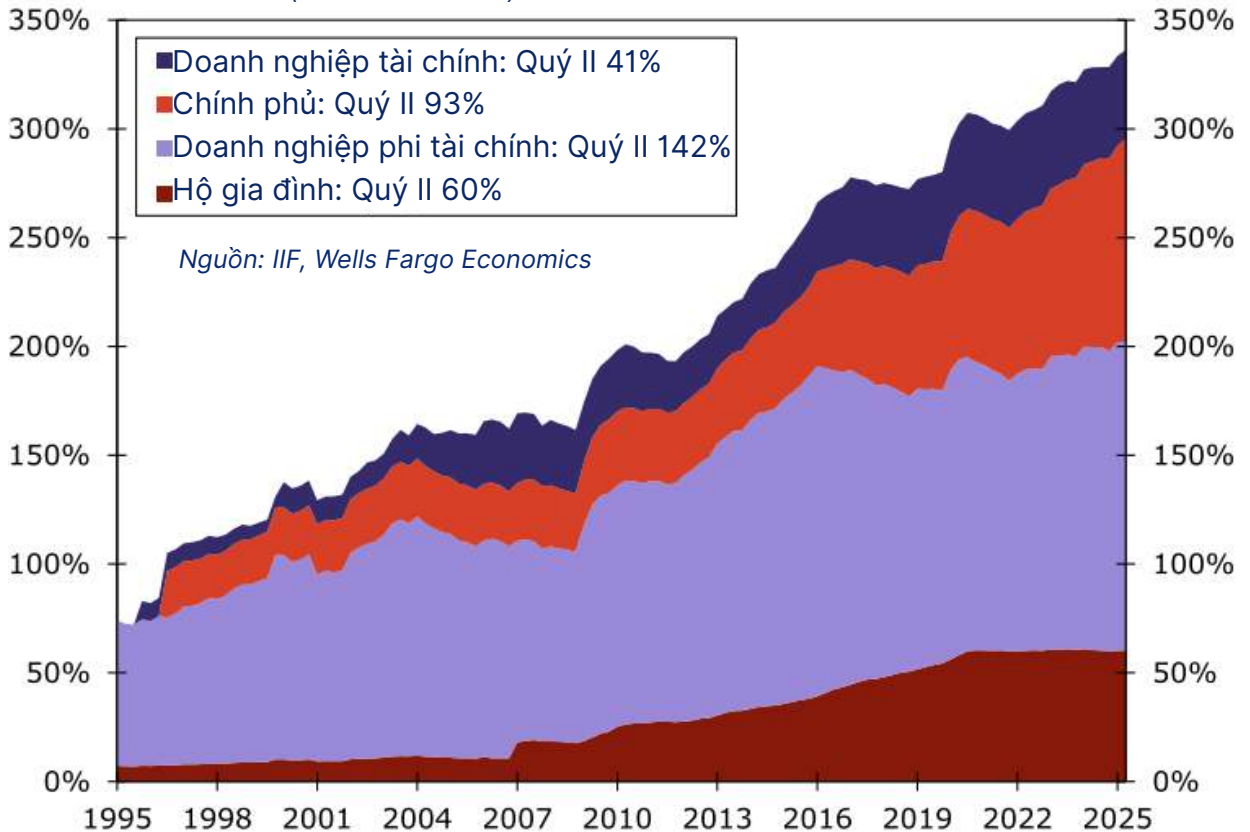
Ngàn tỷ Nhân dân tệ



Đoạn này cho thấy Trung Quốc vẫn muốn “thúc đẩy” hạ tầng mới (lưới điện thông minh, giao thông số, trung tâm dữ liệu, thích ứng khí hậu) và việc phát hành trái phiếu địa phương sớm trong 2025 sẽ giúp 2026 có vốn triển khai, nhưng trần nợ là điểm kim chính: nợ chính quyền địa phương + các công ty vay hộ (LGFV) đã lên khoảng 88% GDP nên dư địa kích thích bị giới hạn. Trong khi đó, bất động sản vẫn là cục đá kéo: đầu tư nhà ở giảm mạnh, tồn kho cao và doanh nghiệp ưu tiên “hoàn thiện dự án dở dang” hơn mở mới, nên hạ tầng dù hỗ trợ cũng khó bù hết lực kéo xuống từ nhà đất.

Đòn bẩy toàn hệ thống của Trung Quốc

(Tính theo % GDP)



Biểu đồ cho thấy “đòn bẩy” toàn hệ thống đã lên rất cao, phần phân ra chủ yếu nằm ở doanh nghiệp phi tài chính và khu vực nhà nước, nên dư địa bơm kích thích kiểu mạnh tay ngày càng hẹp. Khi nợ đã đầy, điều hành sẽ ưu tiên giữ ổn định tài chính và dòng vốn hơn là hạ lãi sâu, vì vậy tăng trưởng khó “bật” mạnh dù có nói. Hệ quả là Trung Quốc dễ rơi vào trạng thái tăng chậm nhưng kéo dài, và mỗi cú sốc niềm tin sẽ truyền nhanh qua kênh nợ hơn là kênh tiêu dùng.

Việt Nam



PHẦN 6: VIỆT NAM

Cải cách 2.0 và sức khỏe nội sinh

Nền kinh tế nội địa trong năm 2025 đã đi qua nhiều cú xóc mạnh, tác động rõ rệt nhất lên khu vực doanh nghiệp nhỏ và vừa cùng các hộ kinh doanh cá thể. Áp lực chi phí leo thang, sức mua phân hóa và những thay đổi về thuế cũng như khung pháp lý khiến không ít doanh nghiệp nhỏ buộc phải thu hẹp hoạt động hoặc rút lui hoàn toàn. Trong khi đó, khu vực **SME** của Việt Nam tạo ra khoảng 70% việc làm và gần một nửa GDP, nhưng lại chỉ chiếm dưới 20% dư nợ tín dụng, với khoảng 4 trên 5 doanh nghiệp không tiếp cận được vốn ngân hàng. Khi dòng tiền mỏng dần, khả năng chống chịu của họ suy giảm rất nhanh và chỉ cần một giai đoạn khó khăn kéo dài cũng đủ khiến nhiều đơn vị không thể trụ vững. Hệ quả là **phần xương sống của nền kinh tế bị tổn thương**, kéo theo mất việc làm và làm suy yếu sức mua tiêu dùng.

Trong năm 2025, không khó để bắt gặp hình ảnh các cửa hàng nhỏ trả lại mặt bằng hoặc treo biển sang nhượng. *Phản ứng tự nhiên của doanh nghiệp là cắt giảm chi phí, thu hẹp quy mô và giảm tuyển dụng.* Các số liệu bán lẻ cũng phản ánh rõ xu hướng này khi sức cầu đối với hàng hóa phi thiết yếu suy yếu. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng vẫn tăng so với cùng kỳ, nhưng động lực chủ yếu đến từ nhóm hàng thiết yếu, trong khi các nhóm phi thiết yếu như xe cộ, đồ điện máy hay giải trí tăng chậm hơn và có thời điểm còn giảm. Những tín hiệu ấy cho thấy khu vực kinh tế tư nhân nội địa đang chịu sức ép lớn và rất cần các chính sách hỗ trợ kịp thời cùng một định hướng cải cách đủ rõ ràng để khơi lại niềm tin phục hồi.

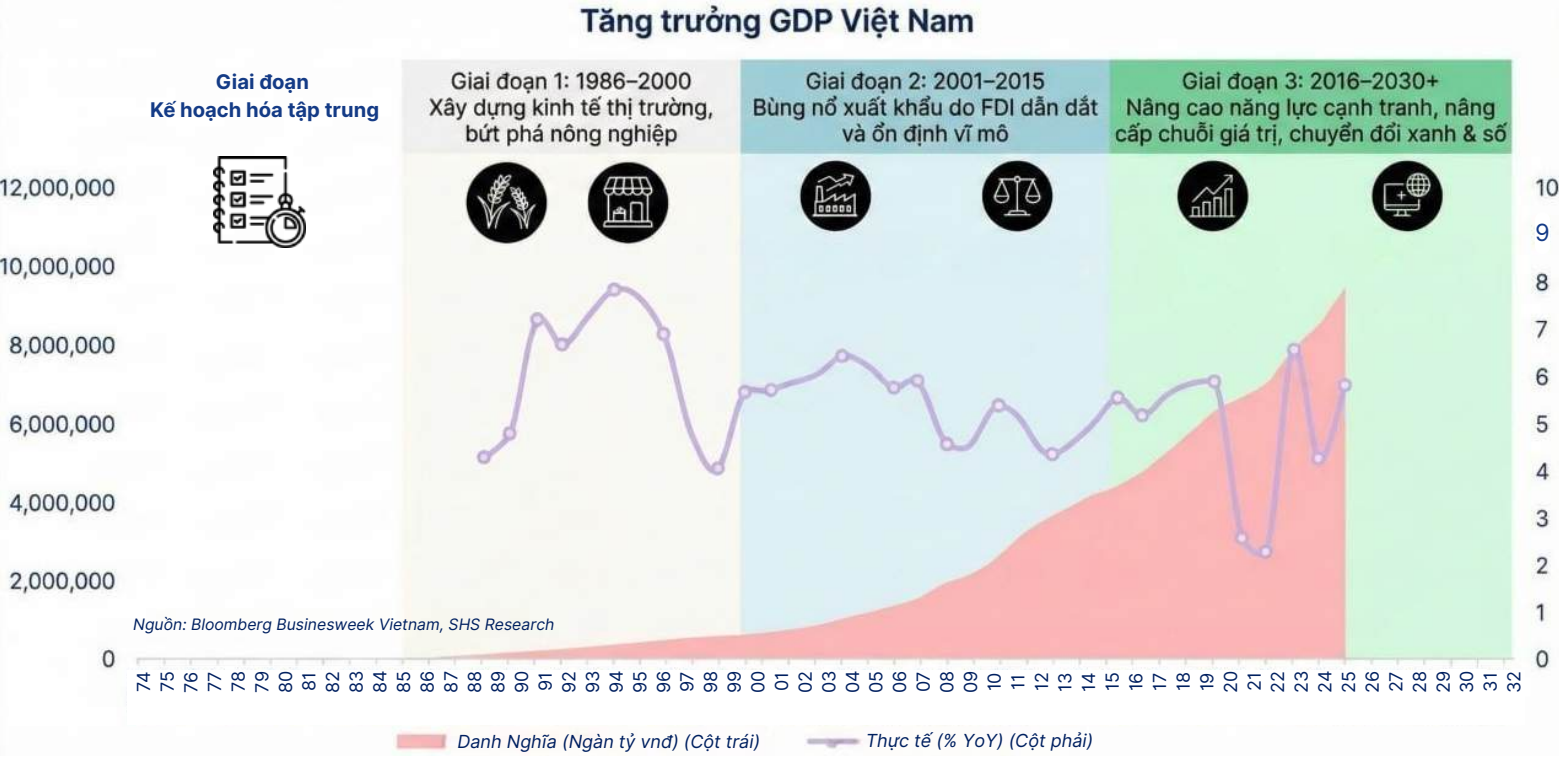
Bước sang năm 2026, kỳ vọng được đặt vào Cải cách 2.0, một chương trình cải cách toàn diện nhằm làm mới các động lực tăng trưởng. Trọng tâm của Cải cách 2.0 là phát triển khu vực tư nhân, tinh gọn bộ máy hành chính và sáp nhập những đầu mối trùng lặp. Nếu được thực thi hiệu quả, cải cách này có thể giúp giảm ma sát cho doanh nghiệp thông qua việc cắt giảm thủ tục và chi phí tuân thủ, từ đó tạo ra một môi trường kinh doanh thông thoáng hơn để khu vực tư nhân dám đầu tư và mở rộng hoạt động. **Điều đáng lưu ý là các mục tiêu tăng trưởng GDP cao mà Quốc hội đề ra trong những năm tới chỉ thực sự bền vững khi khu vực tư nhân khỏe mạnh trở lại, thay vì phụ thuộc quá nhiều vào tín dụng ngân hàng hay giải ngân đầu tư công.** Việc Chính phủ đẩy mạnh chi đầu tư phát triển để kích thích tổng cầu là hướng đi hợp lý, nhưng đi cùng với đó cần sự kỷ luật trong lựa chọn dự án. Bài học từ Trung Quốc cho thấy khi đầu tư công quá mức và dàn trải (nguồn tại [đây](#)), hệ quả có thể là dư thừa công suất trong các ngành như thép, xi măng hay kính xây dựng, cùng những hạ tầng ít được sử dụng (voi trắng) như **sân bay và cầu đường**, gây lãng phí và làm nguồn lực xã hội bị trói buộc trong thời gian dài (nguồn tại [đây](#)).

Tuy vậy, cũng cần nhìn nhận rằng Cải cách 2.0 là một chặng đường dài. Hiệu quả của cải cách khó có thể đến ngay trong ngày một ngày hai khi các thủ tục kinh doanh chưa thể thay đổi tức thì. Vì thế, đặc biệt trong nửa đầu năm 2026, triển vọng vẫn còn nhiều gập ghềnh khi doanh nghiệp tiếp tục chờ đợi những chuyển động chính sách cụ thể. Trong giai đoạn này, điều quan trọng là Nhà nước cần phát đi những tín hiệu cải cách rõ ràng, chẳng hạn như công bố các chỉ tiêu cắt giảm thủ tục kinh doanh, rút ngắn thời gian cấp phép trung bình hay kế hoạch sáp nhập các cơ quan trùng lặp.

Có thể theo dõi khoảng 5 đến 7 chỉ dấu cải cách chính trong năm 2026 như thời gian cấp đăng ký kinh doanh mới, số điều kiện kinh doanh được bãi bỏ, tỷ lệ dịch vụ công trực tuyến thực hiện thành công hay tiến độ giải ngân đầu tư công vào các hạ tầng trọng điểm. Việc công khai đều đặn những chỉ dấu này sẽ nuôi dưỡng niềm tin thị trường, giúp khu vực tư nhân vững tâm hơn trong quyết định đầu tư và từ đó tạo ra động lực tăng trưởng thực chất, thay vì chỉ là những con số đẹp về tín dụng hay ngân sách.

Một điểm cần nhấn mạnh thêm là khi SME suy yếu, phần xương sống của nền kinh tế cũng lung lay theo. Do đó, song hành với các cải cách ở tầm vĩ mô, **rất cần những chương trình hỗ trợ vi mô dành riêng cho SME và hộ kinh doanh**. Chính phủ có thể cân nhắc mở rộng các gói hỗ trợ tài chính như Quỹ Phát triển SME hay các quỹ bảo lãnh tín dụng địa phương với thiết kế dễ tiếp cận hơn, để doanh nghiệp nhỏ có thêm một lớp đệm khi gặp biến cố.

Hiện nay, nguồn lực của những quỹ này còn khá hạn chế, chẳng hạn vốn cấp cho Quỹ Phát triển SME năm 2024 chỉ khoảng 837 tỷ đồng, mỏng manh trước những cơn gió lớn của chu kỳ kinh tế. Việc tăng cường nguồn lực và nâng cao hiệu quả vận hành của các quỹ hỗ trợ sẽ giúp những con thuyền nhỏ không bị cuốn đi khi sóng gió nổi lên. Về dài hạn, sức khỏe của khu vực SME cần được bồi đắp thông qua việc cải thiện khả năng tiếp cận vốn bằng các hình thức như cho vay tín chấp, cho thuê tài chính hay huy động qua thị trường chứng khoán, song song với đào tạo quản trị và thúc đẩy liên kết chuỗi giá trị. Bản thân các doanh nghiệp SME cũng nên mở càng nhiều line tín dụng với Ngân Hàng và line xuất nhập khẩu nhất có thể để tận dụng tối ưu các công cụ đi kèm cùng các cơ hội hedging. Chỉ khi đó, xương sống của nền kinh tế mới đủ vững vàng để gánh vác những mục tiêu tăng trưởng cao mà không lo gãy đổ khi gặp bão tố.

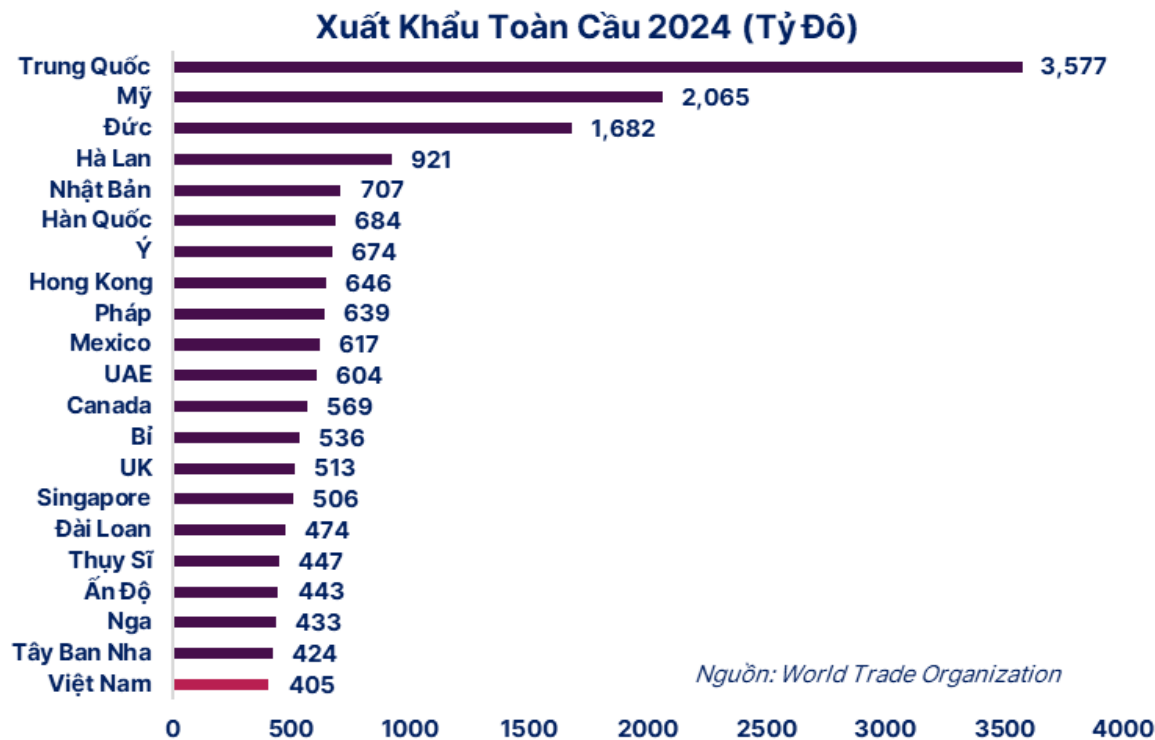


Ngoại thương và nội địa hóa, điểm yếu không nằm ở tổng kim ngạch mà ở tỷ trọng nội địa

Bức tranh ngoại thương của Việt Nam năm 2025 nếu nhìn từ xa quả thực rất ấn tượng. Xuất khẩu dự kiến vượt mốc 470 tỷ USD, tăng khoảng 16% so với năm 2024, tiếp tục đưa Việt Nam vào nhóm những nền kinh tế có độ mở cao hàng đầu thế giới. Việt Nam duy trì thặng dư thương mại năm thứ mười liên tiếp, với xuất siêu cả năm khoảng 20 đến 21 tỷ USD. Tuy nhiên, đằng sau bức tranh tươi sáng ấy là một “bẫy số liệu” không dễ nhận ra, khi phần lớn thành tích đến từ khu vực doanh nghiệp FDI. Khu vực trong nước chỉ đóng góp khoảng 23,8% kim ngạch xuất khẩu trong 11 tháng năm 2025, tương đương 102,4 tỷ USD, trong khi doanh nghiệp FDI kể cả dầu thô chiếm tới 76,2%, tương đương 327,7 tỷ USD.

Nếu bóc tách cán cân riêng rẽ, có thể thấy doanh nghiệp trong nước đang nhập siêu khoảng 26 tỷ USD, hoàn toàn trái ngược với bức tranh xuất siêu chung, vốn được tạo nên nhờ khu vực FDI xuất siêu khoảng 46,5 tỷ USD để bù lại. Điều này cho thấy năng lực xuất khẩu nội địa đang suy yếu tương đối so với khu vực FDI. Tổng kim ngạch có thể tiếp tục tăng, nhưng sức khỏe bên trong lại bộc lộ dấu hiệu đáng lo khi tỷ trọng giá trị nội địa ngày càng mỏng.

Từ khoảng tháng 5 năm 2025, một số nhóm hàng xuất khẩu chủ chốt do doanh nghiệp Việt Nam đảm nhiệm bắt đầu chững lại, chủ yếu do vướng mắc về quy tắc xuất xứ và thuế quan tại các thị trường nhập khẩu. Chẳng hạn, xuất khẩu máy ảnh và máy quay trong tháng 5 năm 2025 giảm tới 17,7% so với tháng trước đó. Đây là nhóm hàng có sự tham gia đáng kể của doanh nghiệp nội địa, nên khi các nước nhập khẩu, điển hình là Mỹ, siết chặt quy tắc xuất xứ nhằm chống chuyển tải bất hợp pháp, hàng hóa của Việt Nam lập tức gặp khó.



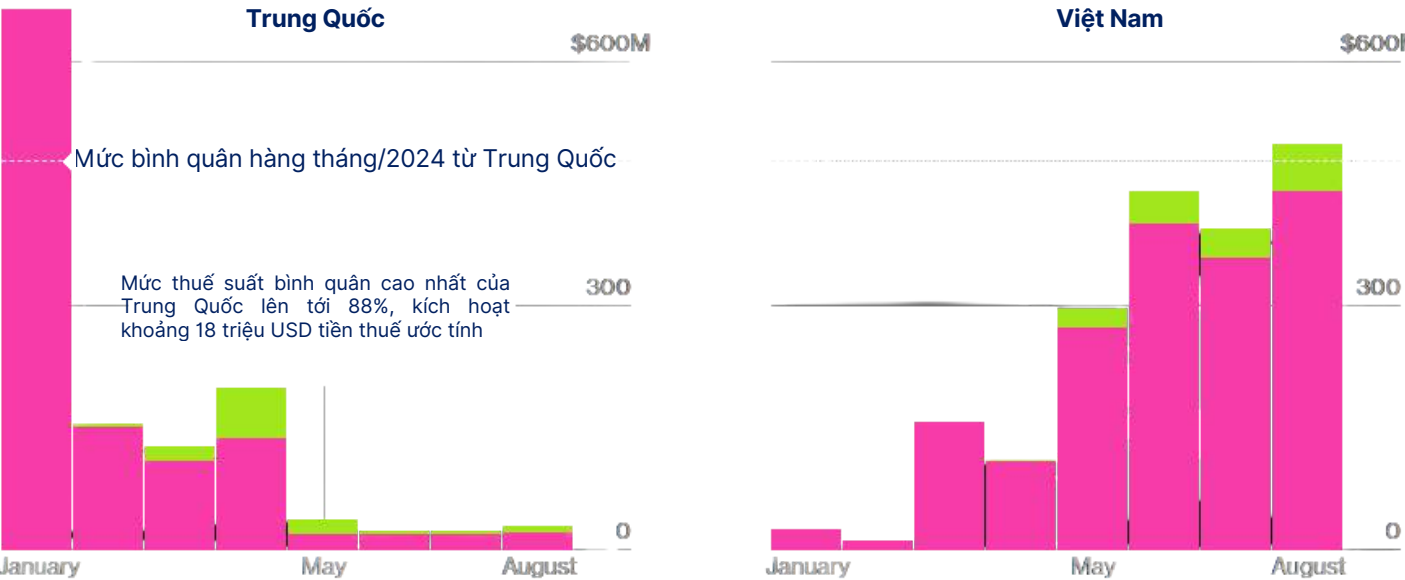
Xuất khẩu hàng hóa 2024 Việt Nam đứng hạng 21 thế giới (~ 1,7% thị phần), một “mốc quy mô” cho thấy độ hội nhập của chuỗi cung ứng đã lên tầm toàn cầu. Nhưng độ mở này đồng nghĩa phụ thuộc cao vào các thị trường thế giới cùng các chính sách thương mại (thuế quan, xuất xứ...)

Tương tự, các mặt hàng máy móc và linh kiện điện tử có hàm lượng nhập khẩu đầu vào cao cũng đối mặt rủi ro nếu đối tác áp thuế bổ sung hoặc yêu cầu tỷ lệ “made in Vietnam” cao hơn mức hiện nay ta có thể đáp ứng. Nói cách khác, tổng xuất khẩu vẫn đẹp về con số, nhưng phần nội địa đang yếu đi, một điểm yếu âm thầm có thể kìm chân nền kinh tế nếu không được xử lý kịp thời.

Nguyên nhân cốt lõi nằm ở tỷ lệ giá trị gia tăng nội địa trong hàng xuất khẩu còn thấp, Ban IV ước tính điện tử và máy móc chỉ 25–35%, nhựa/đồ chơi/đồ da khoảng 30%, nội thất khoảng 20%, quần áo giày dép 40–55%, cao su thì 83%, hoa quả 90%...

Nhiều ngành xuất khẩu chủ lực của Việt Nam vẫn mang nặng tính gia công, khi doanh nghiệp FDI nhập phần lớn nguyên phụ liệu và linh kiện, thực hiện lắp ráp rồi xuất khẩu, còn doanh nghiệp trong nước đứng ngoài chuỗi hoặc chỉ tham gia ở những khâu giá trị thấp. Hệ quả là **năng lực sản xuất trong nước dễ bị mắc kẹt khi đối tác nâng yêu cầu về xuất xứ, do không đủ mức nội địa hóa để hưởng ưu đãi thuế**, đồng thời lợi ích lan tỏa từ FDI sang nền kinh tế nội địa vẫn còn rất hạn chế. **Không thể kỳ vọng rằng FDI sẽ tự động chuyển giao công nghệ hay đơn hàng cho doanh nghiệp Việt theo cách “nước chảy chỗ trũng” nếu thiếu những chính sách dẫn dắt chủ động. Đây là thời điểm đòi hỏi vai trò rõ ràng hơn của nhà điều hành** trong việc khuyến khích liên kết, đặt yêu cầu về nội địa hóa và hỗ trợ doanh nghiệp Việt nâng năng lực để bước lên những nấc thang giá trị cao hơn.

Khi thuế quan đánh vào Trung Quốc, Việt Nam đã vào cuộc để đáp ứng nhu cầu của Mỹ
Giá trị nhập khẩu máy chơi game của Mỹ và **thuế quan** năm 2025



Nguồn: Cục Thống kê Dân số Mỹ (US Census Bureau), Cục Phân tích Kinh tế Mỹ (BEA), Bloomberg
Lưu ý: Thuế ước tính có thể chưa bao gồm phần thuế tính theo các mức thuế suất đặc biệt hoặc theo từng loại hàng hóa.

Từ 5/2025 hai biểu đồ cho thấy “một bước ngoặt không dễ thấy nếu chỉ nhìn tổng xuất khẩu”: tỷ trọng xuất khẩu của khối FDI tăng lên rõ, còn khối nội địa giảm đi, vì nhiều doanh nghiệp Việt không đáp ứng được tiêu chí xuất xứ nên mất thị phần ngay khi siết tiêu chuẩn về nguồn gốc xuất xứ. Trường hợp máy chơi game là ví dụ điển hình: khi hàng “Made in China” bị đánh thuế rất nặng (có lúc bình quân ~88%), còn hàng từ Việt Nam chỉ quanh 10% hoặc thấp hơn, chuỗi cung ứng lập tức “đổi nhãn” sang “Made in Vietnam” và lượng xuất từ Việt Nam sang Mỹ tăng vọt sau tháng 5. (tham khảo tại [đây](#))

Vì vậy, **nội địa hóa chuỗi sản xuất cần được coi là ưu tiên mang tính sống còn trong giai đoạn tới, cho dù con đường phía trước còn nhiều khó khăn và hạn chế.** Việt Nam đang bước vào giai đoạn già hóa dân số nhanh, dư địa dựa vào lao động giá rẻ và lắp ráp giản đơn ngày càng thu hẹp. Muốn thoát bẫy thu nhập trung bình, nền kinh tế buộc phải vươn lên các tầng giá trị cao hơn trong chuỗi cung ứng toàn cầu. Điều này đòi hỏi phải hình thành được các chuỗi công nghiệp hoàn chỉnh trong nước, ít nhất ở một số ngành mũi nhọn như dệt may, điện tử, hóa chất hay vật liệu. Thời gian để xây dựng những chuỗi này không hề ngắn. Riêng với dệt nhuộm may thành phẩm, **cần từ 3 đến 5 năm đầu tư** đồng bộ từ nhà máy sợi, dệt vải, nhuộm, cho tới hệ thống xử lý nước thải. Mỗi khâu lại đặt ra những yêu cầu không đơn giản, từ quỹ đất cho khu công nghiệp chuyên biệt, giấy phép môi trường, nhà máy xử lý đạt chuẩn, cho đến vốn đầu tư lớn và công nghệ hiện đại. Bên cạnh đó là bài toán nhân lực, khi cần đội ngũ kỹ sư và thợ lành nghề vận hành công nghệ nhuộm và hoàn tất. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy giai đoạn đầu thường phải hợp tác với chuyên gia nước ngoài trong khoảng 4 đến 5 năm, trước khi kỹ sư trong nước dần làm chủ được. Hiện nay, không ít địa phương còn e ngại cấp phép các dự án dệt nhuộm vì lo ngại ô nhiễm. **Nhiều cơ hội đã bị bỏ lỡ trong quá khứ, và thời gian không quay trở lại. Điều có thể làm là bước tiếp một cách dứt khoát hơn.** Do đó, **việc hình thành các chuỗi cung ứng nội địa hoàn chỉnh phải được coi là những dự án mang tầm quốc gia**, với sự phối hợp chặt chẽ từ trung ương tới địa phương để tháo gỡ các rào cản về đất đai, môi trường, vốn và nhân lực.

Song song với đó, FDI cần được tận dụng như một “bà đỡ” cho quá trình nội địa hóa, thay vì tồn tại như một khối tách rời. **Khi thu hút các dự án FDI lớn, cần đàm phán rõ các yêu cầu về phát triển hệ sinh thái nhà cung ứng tại Việt Nam, về cam kết đào tạo và chuyển giao công nghệ cho doanh nghiệp nội địa theo các chuẩn mực về chất lượng, chi phí và giao hàng. Các gói ưu đãi về thuế hay đất đai nên được gắn với tỷ lệ mua hàng nội địa của dự án FDI, chẳng hạn tỷ lệ linh kiện do doanh nghiệp Việt cung ứng ở cấp một hoặc cấp hai, thay vì chỉ dựa vào quy mô vốn đăng ký như trước.** Nhà nước cũng có thể đóng vai trò kết nối bằng cách hình thành các cụm liên kết giữa FDI và doanh nghiệp nội địa trong những ngành như điện tử hay ô tô, từ đó tạo ra sự gắn kết lợi ích dài hạn. Nhiều nghiên cứu cho thấy nếu tháo gỡ được rào cản để doanh nghiệp nhỏ và vừa tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng, năng lực sản xuất và tăng trưởng của cả nền kinh tế sẽ được cải thiện rõ rệt.

Để triển khai các dự án nội địa hóa quy mô lớn, vấn đề nguồn lực ngoại tệ cũng mang ý nghĩa then chốt. Nhiều công nghệ lõi và máy móc tiên tiến vẫn phải nhập khẩu, trong khi việc xây dựng các nhà máy hóa dầu, luyện kim hay bán dẫn đòi hỏi linh kiện và chuyên gia từ nước ngoài. Điều này khiến nhu cầu ngoại tệ tăng mạnh trong giai đoạn đầu tư. Trong bối cảnh chính sách tiền tệ hiện nay ưu tiên ổn định tỷ giá để kiểm soát lạm phát và giữ niềm tin thị trường, muốn đẩy mạnh đầu tư mà không gây xáo trộn vĩ mô, Việt Nam **cần một lớp đệm dự trữ ngoại hối đủ dày. Nếu thiếu đối ứng ngoại tệ nhưng vẫn cố triển khai các dự án lớn trong khi chưa nắm được phần cốt lõi về công nghệ, đó có thể trở thành gót chân Achilles dài hạn của nền kinh tế trong nhiều thập kỷ tới.**

Tóm lại, thành tích xuất nhập khẩu kỷ lục của năm 2025 là rất đáng ghi nhận, nhưng phía sau những con số đẹp vẫn còn những khoảng trống cần được lấp đầy. Việt Nam **cần sớm chuyển trọng tâm từ việc tăng số lượng sang nâng cao chất lượng** trong ngoại thương, tức là gia tăng tỷ trọng giá trị nội địa và hàm lượng công nghệ trong mỗi sản phẩm xuất khẩu. Đây không phải bài toán dễ, và **càng trì hoãn thì cái giá phải trả càng lớn, nhất là khi lợi thế dân số trẻ dần phai nhạt**.

Con đường vươn lên nằm ở chính sách đúng và sự quyết liệt trong hành động, quyết liệt trong nội địa hóa, quyết liệt trong gắn kết FDI với khu vực trong nước, và quyết liệt trong tích lũy nội lực về nhân lực, công nghệ và vốn cho doanh nghiệp Việt. Khi làm được điều đó, miếng bánh ngoại thương không chỉ lớn hơn về quy mô, mà phần ruột bánh cũng ngon hơn, tức giá trị Việt Nam bên trong, cũng trở nên dày dặn và bền vững hơn, tạo nền tảng cho sự thịnh vượng thực chất trong dài hạn.

Ước tính tỷ lệ nội địa hóa và mức thuế quan tương ứng các ngành hàng

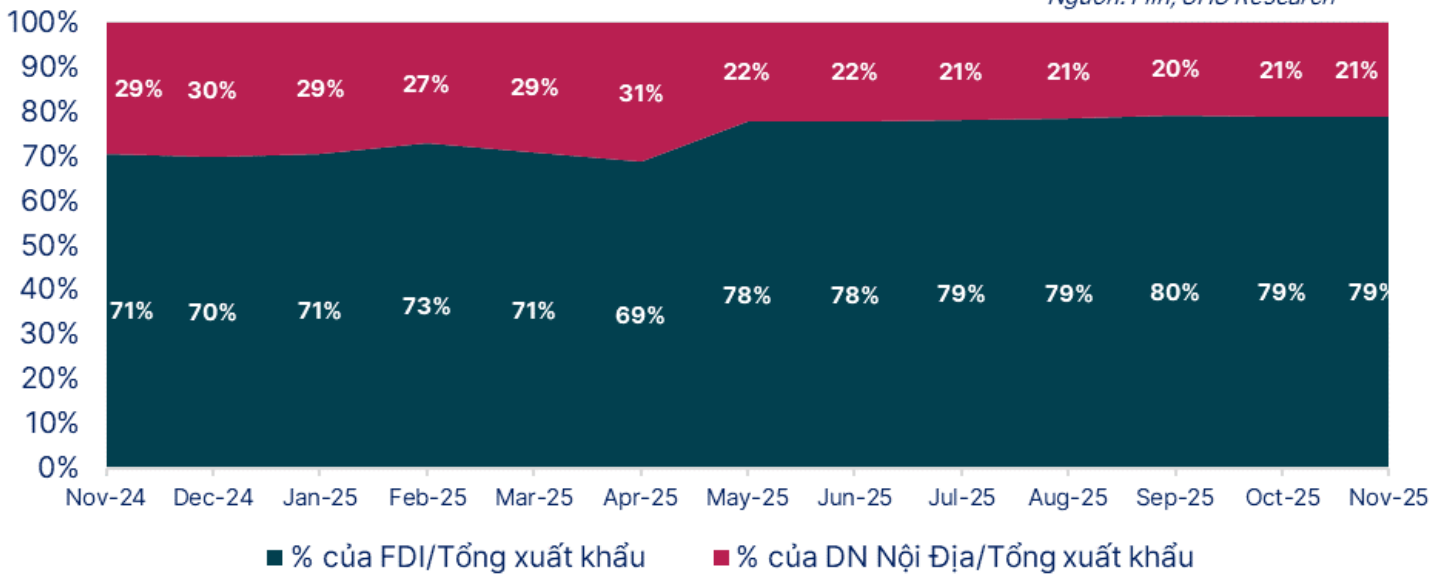
Nhóm mặt hàng	Tỉ lệ nội địa hóa
Máy móc và thiết bị điện tử	25-35%
Lò phản ứng hạt nhân, nồi hơi, máy móc và thiết bị cơ khí	25-35%
Quần áo và phụ kiện quần áo	40-45%
Đồ nội thất	20%
Giày dép	55%
Nhựa và các sản phẩm từ nhựa	30%
Đồ chơi	30%
Cao su và sản phẩm từ cao su	83%
Thiết bị quang học, máy ảnh, đo lường, kiểm tra, chính xác, y tế hoặc phẫu thuật	15%
Đồ da	30%
Phương tiện vận tải và phụ tùng	5-20%
Gỗ và các sản phẩm từ gỗ	20%
Hoa quả và các loại hạt	90%
Sắt, thép	65-70% sp thép dẹt & 90% sp thép dài

Nguồn: Tổng hợp và ước tính bởi Nhóm nghiên cứu Ban IV

Nội địa hóa càng thấp thì chi phí chứng minh xuất xứ càng cao, và rủi ro bị xếp vào nhóm “trung chuyển/không đáp ứng quy tắc xuất xứ” càng lớn. Vì vậy, nếu mục tiêu là giảm rủi ro thuế và giữ đơn hàng, ngắn hạn trọng tâm phải là truy xuất + chứng từ + minh bạch chuỗi cung ứng (để “chứng minh được”), còn trung hạn vẫn phải là đầu tư công nghiệp hỗ trợ đúng điểm nghẽn (vải, linh kiện, vật liệu, khuôn mẫu...).

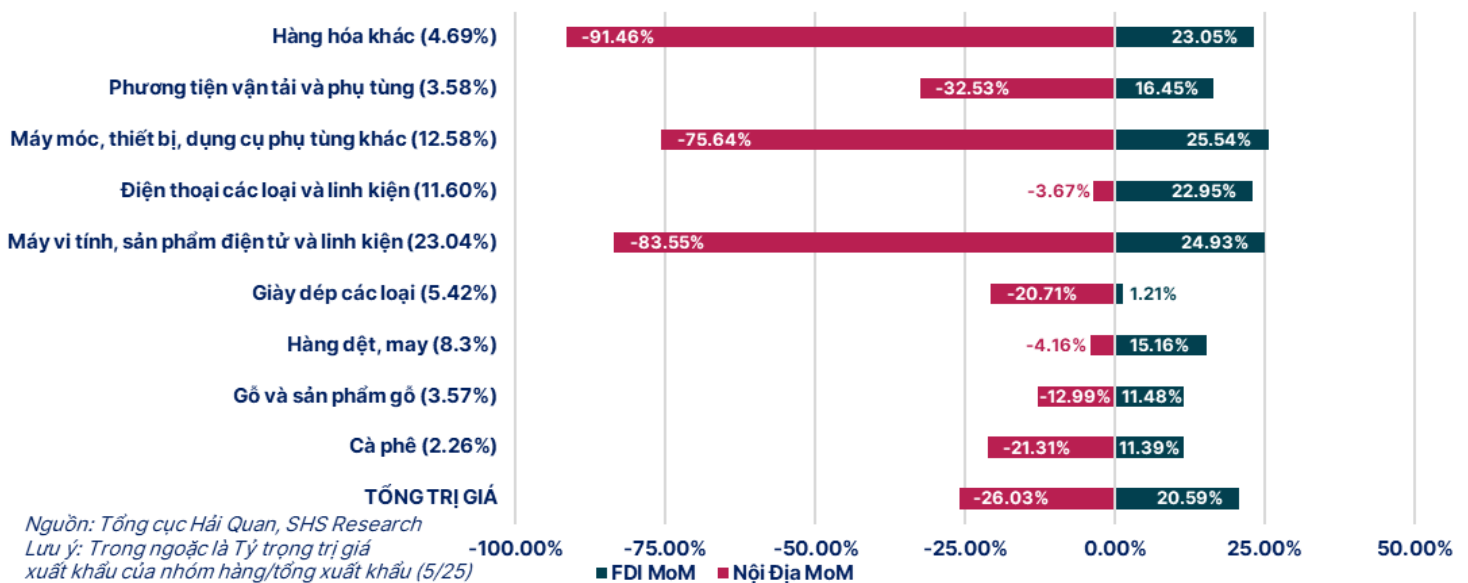
Tỷ trọng của doanh nghiệp FDI và Nội Địa/Tổng Xuất Khẩu

Nguồn: Fiin, SHS Research



Bước ngoặt xảy ra vào tháng 5/25 khi tỷ trọng xuất khẩu của FDI vượt trội so với doanh nghiệp nội địa.
Vào giữa tháng 04/25, chúng ta có chỉ thị 09/CT-BCT

Tăng trưởng xuất khẩu các mặt hàng tháng 5/25 và tháng 4/25 (% MoM)



Sau Chỉ thị 09/CT-BCT (15/4/2025) Việt Nam đồng thời siết kiểm tra xuất xứ nguyên liệu nhập cho sản xuất, xuất khẩu và tăng hậu kiểm 'Made in Vietnam', trong bối cảnh Mỹ nhấn mạnh rủi ro "chuyển tải bất hợp pháp", Hải quan cũng xác định nhóm điện tử và máy móc thiết bị là các nhóm trọng điểm là những doanh nghiệp có tần suất xuất khẩu nhiều, thời gian xuất khẩu giữa các lô hàng ngắn, không phù hợp với quy trình, năng lực sản xuất, thời gian để sản xuất hoàn thành ra sản phẩm; doanh nghiệp nhập khẩu hàng hóa và xuất khẩu hàng hóa tương tự (nguồn tại [đây](#)). E&Y cũng chỉ ra nhóm ngành/hàng thường liên quan đến "illegal transshipment", trong đó có Electronics và Automobiles & auto parts (nguồn tại [đây](#) & tham khảo thêm tại [đây](#)).

Điều này khiến đơn hàng có xu hướng dịch chuyển về các chuỗi sản xuất có hồ sơ truy xuất và quy trình đáp ứng tiêu chí xuất xứ tốt hơn (thường là FDI), thể hiện qua tỷ trọng FDI trỗi lên trong các nhóm hàng chiếm tỷ trọng lớn tháng 5/2025.

CPI

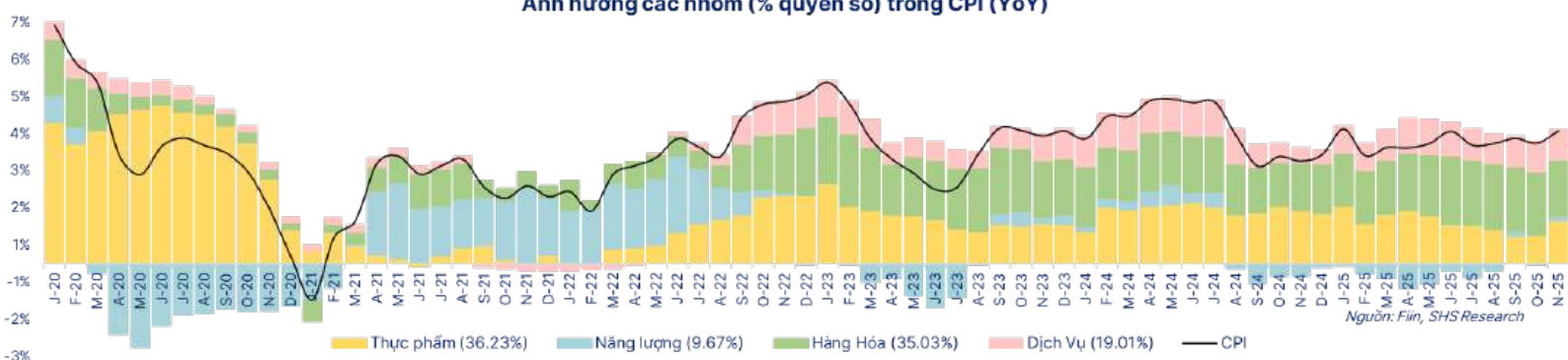
Cuối năm 2025 sẽ xuất hiện một thay đổi mang tính kỹ thuật nhưng không hề nhỏ. Tổng cục Thống kê dự kiến cập nhật quyền số rổ hàng hóa CPI, một công việc định kỳ thường diễn ra 5 năm một lần nhằm phản ánh sát hơn cơ cấu tiêu dùng đã thay đổi của người dân. Khi quyền số điều chỉnh, cách chúng ta đọc và hiểu về lạm phát cũng sẽ khác đi. Nếu một nhóm hàng được tăng trọng số, biến động giá của nhóm đó sẽ tác động mạnh hơn đến CPI chung. Theo logic đời sống hiện nay, rất có thể rổ CPI mới sẽ giảm bớt quyền số của nhóm lương thực thực phẩm và tăng tỷ trọng cho các nhóm dịch vụ, y tế, giáo dục. Khi đó, tốc độ lạm phát được đo lường có thể cao hơn hoặc thấp hơn đôi chút so với phương pháp cũ, dù mặt bằng giá thực tế không đổi.

Trước hết, cần xem xét lại trọng số của nhà ở trong rổ CPI để phản ánh đúng sức nặng của chi phí “shelter”. Lần cập nhật gần nhất với năm gốc 2019, nhóm “nhà ở, điện, nước, chất đốt, vật liệu xây dựng” chỉ chiếm 18,82%.

Việc gộp chung như vậy dễ làm mờ áp lực thực sự của chi phí nhà ở khi bị hòa lẫn với các tiện ích. Trong thực tế, đặc biệt tại các đô thị, tiền thuê nhà hay chi phí chỗ ở mới là khoản chi lớn nhất trong ngân sách của nhiều gia đình. Kể đến, **cần cân nhắc công bố chỉ số giá riêng cho khu vực đô thị và nông thôn.** Cấu trúc tiêu dùng của Việt Nam khác biệt khá rõ, khi đô thị nặng về nhà ở và dịch vụ, còn nông thôn thiên về lương thực. Một chỉ số chung dễ che khuất tín hiệu, khiến chính sách có nguy cơ đánh lệch trọng tâm. Kinh nghiệm từ Ấn Độ và Trung Quốc cho thấy việc tách CPI theo không gian giúp chính sách chính xác hơn. Cú sốc giá lương thực sẽ hiện rõ trong CPI nông thôn, trong khi biến động tiền thuê nhà nổi bật ở CPI đô thị. Với Việt Nam, nếu có các tiểu chỉ số hoặc ít nhất là bảng chi tiết theo địa bàn, **các quyết định tiền tệ và tài khóa sẽ đi thẳng vào nguồn áp lực, thay vì áp một đơn thuốc cho mọi căn bệnh.**

Quý độc giả có thể tham khảo thêm tại [đây](#), trang 22

Ảnh hưởng các nhóm (% quyền số) trong CPI (YoY)



CPI cuối 2025 cho thấy độ nhiễu kỹ thuật tăng khi cơ cấu rổ hàng thay đổi và cập nhật định kỳ, khiến áp lực giá “bề mặt” dễ bị hiểu sai. Động lực lạm phát đang phân hóa: nhóm dịch vụ/nhà ở mang tính “bám dính” cao hơn, trong khi thực phẩm và năng lượng biến động theo chu kỳ và chính sách. Vì vậy, đọc CPI tổng thể là chưa đủ; cần tách lạm phát lỗi theo dịch vụ để đánh giá áp lực thực và tránh phản ứng chính sách quá tay.

Thanh khoản hệ thống

Bức tranh tiền tệ năm 2025 nổi lên hai xu hướng đáng chú ý. **Thứ nhất là lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng (CIC) tăng trở lại. Thứ hai** là thanh khoản tiền đồng trong các ngân hàng **xuất hiện những đợt co thắt cục bộ** do tiền gửi Kho bạc trong hệ thống đáo hạn nhưng chưa kịp tái gửi. Cùng lúc đó, tỷ giá USD trên VND chịu áp lực khi thanh khoản VND tăng chủ yếu từ kênh nội sinh là tín dụng, thay vì từ nguồn ngoại tệ chảy vào. Bức tranh lớn hơn là hệ thống ngày càng phụ thuộc vào dòng tiền Kho bạc Nhà nước gửi tại các ngân hàng lớn (thường trực khoảng 430 ngàn tỷ vnd): chỉ cần một sự dịch chuyển hoặc đáo hạn lớn là thanh khoản có thể xiết lại rất nhanh ở một vài điểm, dù tổng thanh khoản toàn hệ thống nhìn thì vẫn dồi dào

Trước hết, xu hướng giữ tiền mặt trong dân có dấu hiệu gia tăng. Thị trường giao dịch vàng và đô la trên thị trường chợ đen vẫn chủ yếu sử dụng tiền mặt. Từ lúc người dân rút tiền để mua bán cho tới khi tiệm vàng nộp lại vào ngân hàng *luôn tồn tại một khoảng đứt đoạn* khiến tiền nằm ngoài hệ thống. Nếu hoạt động này diễn ra thường xuyên và với quy mô lớn, cộng thêm áp lực kê khai thuế đối với hộ kinh doanh cá thể, lượng tiền mặt ngoài hệ thống chắc chắn tăng lên, đẩy tỷ lệ CIC vượt khỏi mức đáng lẽ được coi là cân bằng. Nếu có thể xây dựng sản vàng điện tử, cho phép giao dịch và lưu ký vàng thông qua tài khoản ngân hàng thay vì tiền mặt, một phần dòng tiền này sẽ được kéo trở lại hệ thống chính thức. Điều đó vừa nâng tính minh bạch, vừa hỗ trợ tiếp tục hạ CIC. **Thực tế, trong nhiều lĩnh vực mua bán nhỏ lẻ, dịch vụ, vàng bạc hay bất động sản, thanh toán tiền mặt vẫn được ưa chuộng vì thói quen, sự tiện lợi và cách thức ghi chép, kê khai hiện nay.** Chính điều này khiến một lượng tiền đáng kể vẫn lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng.

Một tác nhân đặc biệt quan trọng khiến tiền mặt chảy ra khỏi ngân hàng là thay đổi chính sách thuế đối với hộ kinh doanh cá thể. Từ ngày 1 tháng 6 năm 2025, theo lộ trình, các hộ có doanh thu trên 1 tỷ đồng mỗi năm phải sử dụng hóa đơn điện tử kết nối với cơ quan thuế, và từ năm 2026 sẽ bỏ hoàn toàn chế độ thuế khoán. Mục tiêu của chính sách là siết chặt kỷ luật thuế, nhưng trên thực tế lại vô tình tạo động lực để một bộ phận hộ kinh doanh chuyển sang giao dịch hoàn toàn bằng tiền mặt nhằm tránh bị theo dõi dòng tiền. Ngay trong nửa đầu tháng 6 năm 2025, tại các đô thị lớn đã xuất hiện nhiều cửa hàng treo biển chỉ nhận tiền mặt và từ chối thanh toán chuyển khoản. Các cách né tránh như yêu cầu khách không ghi nội dung giao dịch, chia nhỏ tiền vào nhiều tài khoản, giả vờ chuyển nhầm rồi giao dịch tiền mặt trở nên phổ biến. **Đây là biểu hiện của một nền kinh tế tiền mặt trong bóng tối**, khi giao dịch dần rời xa hệ thống tài chính chính thức. Xu hướng này gây ra tác động kép. Một mặt, nó làm suy yếu vòng tuần hoàn vốn trong hệ thống ngân hàng. Mặt khác, nó đi ngược lại chủ trương minh bạch hóa và thúc đẩy thanh toán không tiền mặt ở cấp quốc gia. Thực tế cho thấy tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn đã sụt giảm tại 21/27 ngân hàng lớn trong quý I năm 2025, một phần do dòng tiền chuyển khoản bị né tránh, khiến ngân hàng mất đi nguồn vốn giá rẻ. Khi CASA suy giảm, các ngân hàng buộc phải dựa nhiều hơn vào tiền gửi có kỳ hạn với lãi suất cao hoặc vay mượn trên thị trường liên ngân hàng để đáp ứng yêu cầu thanh khoản. Nói cách khác, **mức NIM cao của ngân hàng phải đánh đổi bằng chi phí vốn lớn hơn.** Điều này cũng **gián tiếp tạo áp lực tăng lãi suất huy động vào cuối năm 2025, khi nhiều ngân hàng phải chạy đua thu hút tiền gửi để bù đắp phần thiếu hụt.**

Xu hướng thứ hai là dòng tiền ngân sách thặng dư hút tiền khỏi hệ thống trong ngắn hạn. Năm 2025 ghi nhận thu ngân sách nhà nước tăng mạnh, đặc biệt là thu nội địa. Tính đến hết 11 tháng, tổng thu ngân sách đã đạt 121,9% kế hoạch năm, trong khi chi mới đạt khoảng 79,5%. Chênh lệch thu chi lớn kéo dài khiến số dư tài khoản Kho bạc dồn tích lên khoảng 750 nghìn tỷ đồng, tương đương gần 30 tỷ USD. Về bản chất, khi doanh nghiệp và người dân nộp thuế, tiền bị rút ra khỏi hệ thống ngân hàng và nằm ở tài khoản Kho bạc (TGA Account). Nếu giải ngân không kịp thời, điều này sẽ tác động trực tiếp tới thanh khoản hệ thống. Thực tế cuối năm 2025 đã xuất hiện những phiên lãi suất liên ngân hàng tăng vọt. Đầu tháng 12, lãi suất qua đêm VND có lúc lên tới khoảng 7,35% trước khi hạ nhiệt về quanh 6%. Để xử lý tình huống, nhà điều hành đã chủ động mở kênh hoán đổi ngoại tệ với các ngân hàng (SBV SWAP), tạm thời đổi USD lấy VND kỳ hạn 14 ngày với chi phí khoảng 1,1% mỗi năm. Những động thái này giúp tận dụng tốt hơn nguồn lực trong hệ thống. Về phía Kho bạc, cuối năm 2025 cũng đã đẩy mạnh giải ngân đầu tư phát triển, đưa một phần tiền từ tài khoản Kho bạc (TGA Account) quay trở lại hệ thống ngân hàng. Tuy nhiên, **về lâu dài, cần một cơ chế phối hợp chủ động và nhịp nhàng hơn giữa chính sách tiền tệ và tài khóa.**

Trong năm 2026, nên xây dựng lịch phối hợp rõ ràng giữa Ngân hàng Nhà nước và Kho bạc Nhà nước. Chẳng hạn, Kho bạc có thể công bố trước kế hoạch rút hoặc gửi tiền tại các ngân hàng thương mại lớn, hoặc khi tiền gửi đến hạn, hai bên chủ động thỏa thuận gởi đầu khoản khác nếu chưa có nhu cầu chi ngay, thay vì để ngân hàng bất ngờ mất nguồn rồi mới tìm cách hỗ trợ. Việc thông tin sớm và phối hợp linh hoạt sẽ giúp tránh những phiên thị trường bị giật cục vì thanh khoản biến động đột ngột do dòng tiền ngân sách ra vào.

Một đề xuất mang tính kỹ thuật cũng đáng được cân nhắc là điều chỉnh cách tính các tỷ lệ an toàn thanh khoản liên quan đến tiền gửi Kho bạc. Hiện nay, theo quy định, chỉ 20% số dư tiền gửi Kho bạc tại bốn ngân hàng lớn được tính vào tỷ lệ cho vay trên huy động (**LDR**) của ngân hàng, và quy định này sẽ hết hiệu lực vào cuối năm 2025 (sau khi đã giảm từ 50% năm 2023 và 40% năm 2024). Điều đó có nghĩa là từ năm 2026, nếu không gia hạn hay điều chỉnh, phần tiền gửi Kho bạc sẽ không còn được tính vào mẫu số huy động, khiến các chỉ số thanh khoản của nhóm ngân hàng lớn bị siết chặt hơn. Trong bối cảnh Kho bạc vẫn duy trì lượng tiền lớn tại ngân hàng, chẳng hạn khoảng 435 nghìn tỷ đồng tại nhóm bốn ngân hàng lớn vào cuối năm 2025, **người viết nghiêm túc đề xuất việc cho phép tính toàn bộ 100% tiền gửi Kho bạc vào LDR** nhằm phục vụ mục tiêu tăng trưởng tín dụng, ngõ hầu từ đó tác động tích cực tới tăng trưởng GDP hai chữ số. Lý do nằm ở chỗ **khoản tiền này về bản chất vẫn nằm trong hệ thống, dù thuộc ngân sách nhà nước, và nếu có tác động lên tỷ giá thì tác động đó đã phát sinh.** Việc hỗ trợ nhóm ngân hàng lớn vượt qua nút thắt này sẽ giúp giảm áp lực huy động đột ngột, hạ chi phí vốn, tăng vòng quay và qua đó góp phần giữ mặt bằng lãi suất cho vay không tăng quá mạnh.

Ở góc độ Tiền cơ sở (**MB**), năm 2025 ghi nhận tăng trưởng tiền tệ chủ yếu đến từ kênh nội sinh (**NDA**) là tài sản trong nước ròng, phần lớn là tín dụng, trong khi kênh tài sản ngoại hối ròng (**NFA**) gồm dự trữ ngoại hối và dòng vốn vào đóng góp khá hạn chế. **Hệ quả tất yếu là áp lực lên tỷ giá trở nên rõ rệt hơn.**

Tín dụng và NIM

Nhìn từ bên ngoài, bức tranh ngân hàng năm 2025 có vẻ sáng sủa khi tín dụng tăng khá mạnh, đạt 16,56% vào cuối tháng 11. Tuy nhiên, đi sâu hơn mới thấy chất lượng của tăng trưởng này vẫn là một dấu hỏi lớn. Để hỗ trợ doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn, ngành ngân hàng đã triển khai chủ trương cơ cấu lại nợ và giữ nguyên nhóm nợ theo Thông tư 02/2023, sau đó tiếp tục gia hạn bằng Thông tư 06/2023. Cách làm này giống như mua thêm thời gian, giúp doanh nghiệp có cơ hội hồi phục và ngân hàng tránh phải đẩy nợ ra ngoài bảng ngay lập tức. Nhưng đổi lại, **sự lệch pha kỳ hạn trên bảng cân đối của toàn hệ thống ngày càng rõ (Maturity Mismatch)**. Ở phía tài sản, nhiều khoản vay bị kéo dài thời hạn, trong khi phía nguồn vốn lại có xu hướng ngắn lại. Sự chênh lệch ấy tích tụ dần, âm thầm bào mòn NIM của hệ thống.

Một hệ quả khác của việc cơ cấu nợ kéo dài và chênh lệch kỳ hạn là rủi ro thanh khoản gia tăng. Khi nhiều khoản cho vay có kỳ hạn dài hơn, ngân hàng buộc phải tăng huy động vốn trung và dài hạn để đảm bảo các tỷ lệ an toàn. Thực tế từ cuối năm 2024 sang 2025 cho thấy cuộc đua huy động kỳ hạn 12 đến 36 tháng đã nóng lên, với việc lãi suất tiền gửi được nâng thêm khoảng 0,5 đến 1% ở nhiều kỳ hạn.

Năm 2025 cũng đánh dấu hai thay đổi pháp lý quan trọng. Thứ nhất là Thông tư 14/2025 của Ngân hàng Nhà nước về tỷ lệ an toàn vốn theo chuẩn Basel III, có hiệu lực từ ngày 15 tháng 9 năm 2025. Thông tư này yêu cầu các ngân hàng tính toán vốn theo các chuẩn mực mới, bao gồm những bộ đệm an toàn và vốn phản chu kỳ. Về dài hạn, đây là bước tiến cần thiết để củng cố nền tảng của hệ thống ngân hàng.

Nhưng trong ngắn hạn, không ít nhà băng sẽ phải kiểm chế tốc độ tăng trưởng tín dụng hoặc gia tăng vốn tự có để đáp ứng chuẩn mực mới.

Song song với đó, Nghị quyết 42 năm 2017 về xử lý nợ xấu, vốn được thí điểm trong 5 năm, đã chính thức được Quốc hội luật hóa vào tháng 6 năm 2025. Luật mới trao cho các tổ chức tín dụng công cụ mạnh hơn trong việc thu giữ tài sản bảo đảm và xử lý nợ xấu. Những điểm hiệu quả nhất của Nghị quyết 42 như quyền thu giữ tài sản bảo đảm hay bán nợ xấu theo giá thị trường đều được kế thừa, qua đó tạo điều kiện đẩy nhanh quá trình thu hồi nợ. Tuy vậy, **thực tế cho thấy “phép màu” chỉ xuất hiện khi luật được thực thi quyết liệt. Việc xử lý nợ xấu tại Việt Nam vẫn vướng nhiều nút thắt quen thuộc, từ thủ tục tòa án kéo dài, thiếu nhân lực thi hành án ở địa phương, đến việc định giá tài sản bảo đảm chưa sát thị trường, quy trình đấu giá rườm rà và tâm lý dè dặt của bên mua nợ**. Vì thế, việc luật hóa Nghị quyết 42 cần đi kèm một cơ chế giám sát độc lập đối với quá trình xử lý tài sản, nhằm đảm bảo tính minh bạch trong định giá và cân bằng quyền lợi giữa bên cho vay và bên đi vay. Nếu không, tranh chấp và kiện tụng rất dễ trở thành lực cản đối với mục tiêu làm sạch bảng cân đối của ngân hàng.

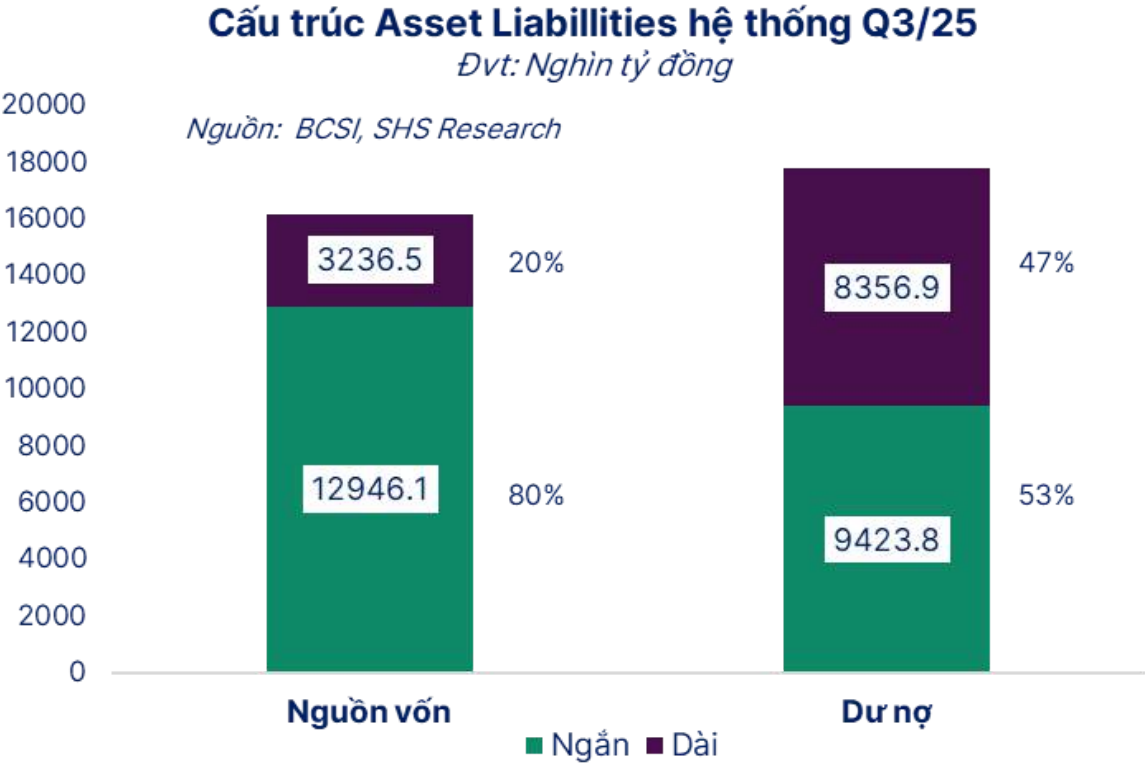
Độc giả có thể nghiên cứu thêm tại [đây](#).

Những tháng cuối năm 2025, tại nhiều hội thảo lớn, câu hỏi được nhắc lại không ít lần là **liệu năm 2026 ngành ngân hàng có lộ trình cụ thể giảm dần tỷ trọng tín dụng bất động sản trong tổng dư nợ hay không?** Đây là vấn đề mang tính hệ trọng, vì vậy *nhà điều hành cần truyền thông rõ ràng và nhất quán*. Một kịch bản tích cực là công bố lộ trình trong 3 đến 5 năm để đưa tỷ trọng tín dụng bất động sản về mức an toàn hơn, chẳng hạn mỗi năm giảm 1 đến 2%, đồng thời khuyến khích dòng vốn chảy sang lĩnh vực sản xuất và dịch vụ, đặc biệt là khoa học công nghệ.

Việc định hướng tín dụng vào công nghệ cao và đổi mới sáng tạo sẽ giúp nâng năng suất của nền kinh tế, tạo nền tảng cho tăng trưởng dài hạn. Tuy nhiên, để dòng vốn này thực sự vận hành, không thể chỉ dựa vào tín dụng ngân hàng truyền thống. Cần phát triển mạnh hơn các kênh vốn cổ phần, vốn mạo hiểm, quỹ đồng đầu tư và cơ chế bảo lãnh rủi ro, qua đó chia sẻ rủi ro với ngân hàng và cho phép vốn dám đi vào những dự án công nghệ mới, vốn nhiều rủi ro nhưng cũng giàu tiềm năng. Kinh nghiệm quốc tế cho thấy tại Đức, khu vực doanh nghiệp nhỏ và vừa đóng góp tới 35% chi tiêu nghiên cứu và phát triển của toàn nền kinh tế, với nhiều doanh nghiệp trở thành những “hidden champions” dẫn dắt đổi mới.

Muốn đi theo con đường đó, các doanh nghiệp công nghệ nhỏ và vừa phải tiếp cận được vốn cổ phần và sự hỗ trợ của các quỹ đầu tư, thay vì chỉ dựa vào nợ vay, điều mà Việt Nam cần thúc đẩy thông qua các chính sách như ưu đãi thuế cho quỹ khởi nghiệp hay chương trình matching fund.

Năm 2025 cũng là năm thị trường bị bao phủ bởi không ít tin đồn. **Việc cải thiện truyền thông chính sách (forward guide) một cách rõ ràng và nhất quán từ cơ quan quản lý sẽ giúp dập tắt những thông tin sai lệch, tránh các cơn hoảng loạn thanh khoản không cần thiết.** Hệ thống ngân hàng chỉ thực sự bền vững khi tự thân nó an toàn, chứ không thể mãi dựa vào việc kéo dài kỳ hạn hay đặt cược vào tăng trưởng để che lấp rủi ro. Bước sang năm 2026, đã đến lúc ngành ngân hàng đi những bước chậm rãi nhưng chắc chắn, còn hơn chạy nhanh để rồi hụt hơi.



“Tâm bệnh” của hệ thống nằm ở mismatch kỳ hạn, nên những rủi ro thanh khoản và rủi ro lãi suất luôn ở trạng thái thường trực. Các yếu tố “mùa vụ” hay câu chuyện “room tín dụng” chỉ là yếu tố phụ trợ.

Trái phiếu Chính phủ

Thị trường trái phiếu Chính phủ năm 2025 trở nên sôi động hơn nhiều so với giai đoạn 2022 đến 2023. Một điểm nổi bật là tỷ trọng các kỳ hạn dưới 5 năm tăng lên trong cơ cấu phát hành. Thậm chí, kế hoạch năm 2026 còn dự kiến huy động theo biên độ thay vì một con số cố định, đồng thời tăng tỷ trọng các kỳ hạn 3 đến 5 năm (nguồn tại [đây](#)). Cách làm này **ở phía góc độ nhà điều hành là giảm chi phí vay ngay trước mắt khi lợi suất đang đi lên** (thường thì kỳ hạn dài bị đòi lãi cao hơn) **cũng như đa dạng nguồn vay/phương thức vay, đa dạng kỳ hạn & sản phẩm để thu hút nhà đầu tư** và tăng khả năng huy động vốn **cho 2026-30**. Nhưng cấu trúc người mua **ở góc độ ngân hàng Việt Nam bấy lâu nay**, đã là **bank book thì chọn kỳ hạn dài (>10y) mới dễ Repo**, những **kỳ hạn ngắn (<5y)** thanh khoản ít nên **dễ lỗ chênh lệch giữa 2 bên BID ASK (Spread)**. Nên tóm lại là hiệu quả chỉ đến nếu Kho bạc phát hành đủ dày và đều còn thị trường sẵn lòng hưởng ứng để cùng tạo thanh khoản thật, nếu không rủi ro spread sẽ làm nhà đầu tư chán nản.

Cần lưu ý rằng ở nhiều nước phát triển, nhà điều hành thường tìm cách kéo dài kỳ hạn nợ công. Những chương trình như Operation Twist của Fed hay BoJ nhằm kiểm soát đường cong lợi suất đều hướng tới mục tiêu giảm áp lực phải xoay vòng nợ khi đến hạn. Ngược lại, Việt Nam đang lựa chọn gia tăng phát hành kỳ hạn ngắn, một phần do cấu trúc kỳ hạn trái phiếu Chính phủ khác biệt khi lượng phát hành tập trung nhiều ở vùng trung hạn. Hiện nay, các công ty bảo hiểm vẫn là lực mua chủ lực trên thị trường sơ cấp, chiếm khoảng 60% trong các năm trước và ước chừng lên tới 75% trong năm 2025.

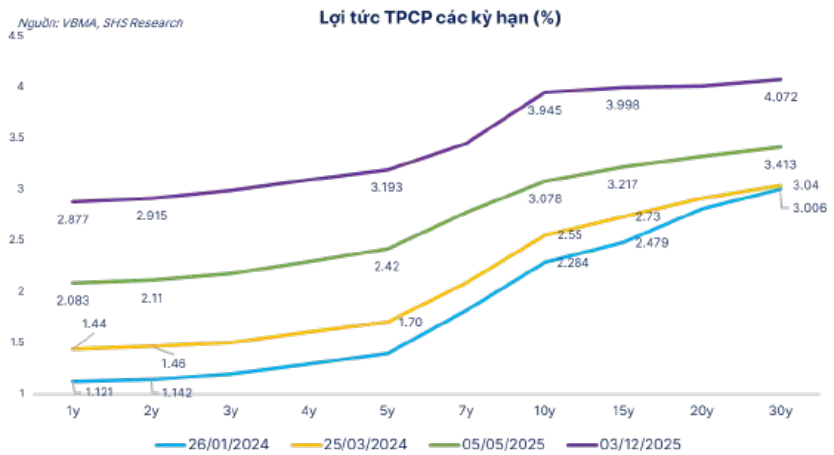
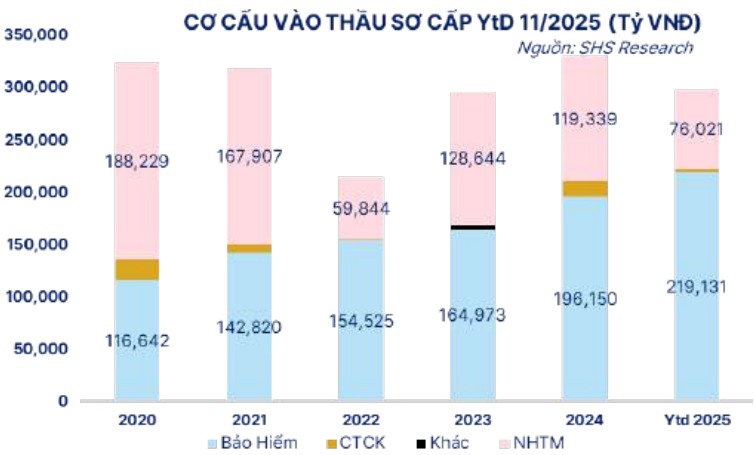
Tuy nhiên, dư địa của khối bảo hiểm không còn nhiều khi danh mục đầu tư dài hạn của họ đã gần tối ưu. Phần còn lại vì thế phụ thuộc chủ yếu vào hệ thống ngân hàng. Ngân hàng thương mại lại có xu hướng ưa kỳ hạn ngắn để dễ xoay vòng vốn và đáp ứng các tỷ lệ thanh khoản nội bộ. Thực tế cuối năm 2025 cho thấy dù lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 đến 15 năm khá hấp dẫn, nhiều phiên đấu thầu vẫn không bán hết vì ngân hàng dè dặt chôn vốn dài. Do đó, KBNN buộc phải linh hoạt hơn, chào thầu kỳ hạn 3 đến 5 năm nhiều hơn và chấp nhận áp lực tái vay trong tương lai gần.

Một sáng kiến đang được thị trường bàn luận là phát hành trái phiếu Chính phủ bằng USD ngay tại thị trường trong nước (On Shore). Ý tưởng này không mới, bởi Việt Nam từng phát hành thành công trái phiếu Chính phủ bằng USD ra thị trường quốc tế vào các năm 2005, 2010 và 2014. Phát hành trái phiếu USD trong nước là phương án hoàn toàn khả thi. Chính phủ phát hành trái phiếu mệnh giá USD, người mua chủ yếu là các ngân hàng đang huy động được nhiều ngoại tệ từ xuất khẩu, FDI và kiều hối. Khi cần, ngân hàng có thể sử dụng trái phiếu USD này để vay VND ngắn hạn tại Ngân hàng Nhà nước hoặc hoán đổi với các tài sản bằng VND rồi tham gia thị trường liên ngân hàng. Khi kết hợp với công cụ hoán đổi ngoại tệ mà NHNN vừa mở, hệ thống sẽ hình thành thêm một vòng tuần hoàn mới cho đồng USD. Đây là một công cụ hợp lý nhằm giữ USD ở lại hệ thống lâu hơn, cho thấy nỗ lực đáng ghi nhận của nhà điều hành trong việc mở thêm các kênh dẫn vốn, dù bản thân công cụ này không thể tự tạo ra dòng ngoại tệ mới chảy vào.

Nếu bước sang năm 2026, thanh khoản hệ thống trở nên eo hẹp hơn, Kho bạc Nhà nước cần sẵn sàng chấp nhận lãi suất cao hơn hoặc linh hoạt hơn về kỳ hạn phát hành. Hệ thống ngân hàng vẫn phải chịu áp lực từ cổ đông và các quy định an toàn vốn, trong khi kênh bảo hiểm cũng dần chậm trăn năng lực.

Vì vậy, mở rộng cơ sở nhà đầu tư là bài toán cấp thiết. Cần nghiên cứu phát triển thêm nhà đầu tư cá nhân cho trái phiếu Chính phủ, chẳng hạn phát hành lô nhỏ cho người dân, đồng thời thúc đẩy sự tham gia của các quỹ hưu trí và bảo hiểm xã hội. Mục tiêu cuối cùng là đảm bảo Chính phủ huy động đủ vốn với chi phí hợp lý, trong khi vẫn giữ được sự ổn định cho thị trường tiền tệ và hoạt động của hệ thống ngân hàng

TPCP PHÁT HÀNH Ytd 11/2025 (Nguồn: SHS Research)																NHÀ ĐẦU TƯ		
Kỳ hạn	Issued Q1	Issued Q2	Issued Q3	Issued Q4	YTD (tỷ vnd)	Plan Q1	Plan Q2	Plan Q3	Plan Q4	Plan 25 (tỷ vnd)	% Q1	%Q2	%Q3	Q4	% Year	Bank	Insurance	Others
3					0				20,000	40,000	0%	0%	0%	0%	0%	0	0	0
5	4,200	19,800	1,600	12,997	38,597	25,000	18,000	30,000	20,000	100,000	17%	110%	5%	65%	39%	7,159	30,718	0
7					0	2,000	2,000	2,000		10,000	0%	0%	0%	0%	0%	0	0	0
10	101,399	66,412	40,355	37,225	245,391	42,000	70,000	50,000	45,500	230,000	241%	95%	81%	82%	107%	65,862	177,057	415
15	3,040	3,605	3,355	1,080	11,080	35,000	25,000	30,000	30,000	85,000	9%	14%	11%	4%	13%	3,000	7,990	0
20	500				500	2,000	2,000	3,000	9,500	10,000	25%	0%	0%	0%	5%	0	500	0
30	1,301	1,133	975	48	3,457	5,000	3,000	5,000	20,000	25,000	26%	38%	19%	0%	14%	0	2,867	0
Tổng	110,440	90,950	46,284	51,350	299,024	111,000	120,000	120,000	145,000	500,000	99%	76%	39%	35%	60%	76,021	219,131	415



Cấu trúc Việt Nam khác Mỹ & Trung Quốc: phát hành và giao dịch tập trung ở “vùng bụng” 10–15 năm (không phải đoạn 2–5 năm như nhiều thị trường). Và lực mua dài hạn đến chủ yếu từ khối bảo hiểm; 2025 ngân hàng vào thầu ít hơn thành ra câu chuyện “đẩy mạnh <5y vì dễ bán” ở Việt Nam lại thành ra không tự động đúng như các nước khác.

Xu hướng tăng: đường lợi suất 2024→2025 dịch lên rõ rệt trên toàn kỳ hạn, đặc biệt đoạn 5–10 năm, kéo chi phí vốn và chi phí đảo nợ lên, nếu 2026 tăng tỷ trọng kỳ hạn ngắn mà thanh khoản chưa dày, nhà đầu tư dễ yêu cầu “bù rủi ro” cao hơn (spread rộng), làm thị trường nhạy hơn với các phiên đấu thầu.



KINH TẾ VĨ MÔ H1/2026 (Dự báo)

Chú thích: ● Giữ Nguyên ----> Thay đổi so với 2025

	-	=	+	Nhận định
Tỷ giá	●			Sang Quý 2/26, phản ứng của tỷ giá sẽ rõ rệt hơn để đạt mục tiêu tăng trưởng thông qua kích “xung lực tín dụng”.
Lãi suất TT2		---->		Sẽ có sự cải thiện một chút bắt đầu từ Quý 2/26, việc giữ SWAP vùng +3.x% như đợt cuối tháng 11 và đầu tháng 12 rất khó để hỗ trợ cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng. Đồng thời tận dụng nhịp cắt lãi suất từ FED.
Lãi suất TT1			←-----	Chi phí vốn không còn rẻ. Hệ thống đã chạm tới giới hạn, cần nói lại việc tính toán bộ tiền gửi Kho Bạc vào trong việc tính tỷ lệ LDR, từ đó giải tỏa nút thắt cổ chai thanh khoản hệ thống. Là năm thuận lợi về lãi suất gửi tiết kiệm cũng như đầu tư Fi, CD, TPDN.
G-Bond Yield			←-----	Kế hoạch chi đầu tư phát triển 2026 +23% YoY áp lực lên cung G-Bond, trong khi hấp thụ từ phía doanh nghiệp Bảo Hiểm và Ngân Hàng khó tăng trong ngắn hạn. Không loại trừ khả năng đường curve sẽ bear đặc biệt các kỳ hạn ngắn.
Thị Trường Vốn			←-----	Đã thành công nâng hạng 2025. Thị trường Chứng Khoán vẫn là kênh để đầu tư, nhưng Time Horizon năm giữ nên ngắn hơn, tăng cường Trading lướt sóng.

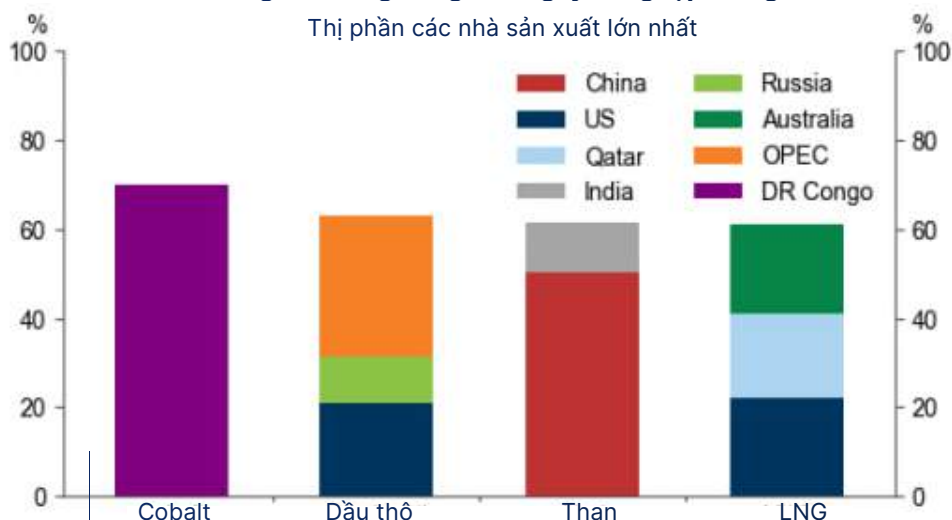


NHÓM NGÀNH CỔ PHIẾU H1/2026 (Dự Báo)

		Tỷ trọng			Chú thích: ● Giữ Nguyên ---> Thay đổi so với 2025
Nhóm Ngành	Ngành	Thấp	Trung Bình	Cao	Nhận định
Tài Chính	Ngân Hàng		◀....		Tăng trưởng tín dụng vẫn sẽ là động lực chính để tạo xung lực lên GDP 2 chữ số. Tuy nhiên nửa sau Quý 2/25 sẽ thuận lợi dần hơn. NIM vẫn tiếp tục áp lực.
	Chứng Khoán		◀...		Bám sát theo thanh khoản hệ thống và câu chuyện cơ cấu nâng hạng của các quỹ. Vẫn là nhóm giao dịch được
	Bảo Hiểm		●		Ít bất lợi khi lợi suất tăng vì danh mục trái phiếu không đánh giá theo thị trường (mark to market); ngược lại còn hưởng lợi kỳ tái định giá lãi tiền gửi với lãi suất mới dự kiến cao hơn. Điểm trừ nhẹ là 2026, phải đáp ứng khung giám sát mới từ 1/1/2026, đồng thời áp lực từ chi phí tuân thủ/kiểm soát rủi ro tăng
Nguyên Vật Liệu	Thép	..->			Thép xanh của Trung Quốc giúp siết bớt công suất kém hiệu quả nên giảm áp lực cung, nhưng cầu xây dựng dân dụng H1/26 khó bật mạnh.
	Phân Bón		◀....		Nguồn cung tăng chủ yếu vì công suất mới đi vào vận hành ở Đông Á & Trung Đông, đồng thời Trung Quốc nới xuất khẩu, khiến thị trường bớt căng.
	Hóa Chất	->			Có rủi ro 'dư cung từ Trung Quốc'. Cầu 2026, nhu cầu hóa chất điện tử vẫn có "gió thuận" nếu AI/Chất bán dẫn giữ nhịp.
Bất Động Sản	Dân Cư		◀.....		Lãi suất cho vay xu hướng tăng là 1 nhân tố cần cân nhắc. Pháp lý & GPMB 2026 được kỳ vọng gỡ nút thắt. Chưa thấy "lộ trình cụ thể" hạ tín dụng BĐS từ nhà điều hành.
	KCN	..->			Thuế quan làm nhiều ngân hạn, "China+1" vẫn là trục chính. Kỳ vọng hồi phục khi người thuê quay lại đàm phán và chủ đầu tư mở rộng quỹ đất; rủi ro nằm ở siết xuất xứ/trung chuyển và chi phí + rủi ro GPMB
	Dầu	->			Về giá dầu dự kiến dư cung, cầu vẫn vậy. Ngành vẫn được hỗ trợ từ phía chính phủ và có nhiều dự án tiềm năng. Vẫn chỉ phù hợp trading nhịp ngắn.
Năng Lượng	Khí		●		LPG/khí gần đầu có thể vận động theo dầu; và dư cung là câu chuyện của 2026-27
	Bán Lẻ		->		"Điểm tựa" là VAT 8% kéo dài đến hết 2026 (trừ một số nhóm bị loại trừ), giúp giá bán/khuyến mại vẫn còn "dễ thở" hơn cho hàng tiêu dùng & điện máy. Tuy nhiên lãi vay nhích lên thì nhóm sẽ nhay với chu kỳ trả góp, Cầu liệu có được như kỳ vọng cũng là 1 yếu tố cần đánh giá kỹ càng.
	Dệt May		●		Rủi ro vẫn nằm ở quy tắc xuất xứ/thuế quan và cầu tiêu dùng Mỹ/EU tăng chậm; ưu tiên DN làm được "chuỗi" và khách hàng ổn định.
Tiêu Dùng Phi Thiết Yếu	Cảng Biển		●		Về giá cước: chủ hàng có lợi thế đàm phán khi áp lực khu vực Biển đỏ/front loading/Thuế quan giảm. Lưu lượng qua VN vẫn tích cực, nhưng thuế quan & chống transshipment (40%) có thể làm luồng hàng biển động nếu không đáp ứng xuất xứ.
	Hàng Không		●		Cost nhiên liệu (giá Dầu) dự báo ổn định, trong khi nhu cầu hành khách 26 châu Á vẫn tăng. VN hưởng lợi từ đà phục hồi du lịch quốc tế và nới visa (e-visa 90 ngày)
	Xây Dựng Hạ Tầng			●	Động lực chính vẫn là giải ngân đầu tư công 2026 (kế hoạch +23% YoY). Tuy nhiên nhóm này thường chạy theo nhịp đấu thầu/nghiệm thu/giải ngân, phù hợp trading theo thời điểm hơn là nắm dài.
CNTT	IT		->		2026 vẫn còn "gió thuận" từ chi tiêu AI & hạ tầng dữ liệu. 2025 giống "nghỉ để lấy đà" hơn là hút hơi trong cuộc đua đường trường này.
Viễn Thông	Viễn Thông		->		Cầu băng rộng & data vẫn tăng theo nâng cấp hạ tầng. Cơ chế hỗ trợ 15% chi phí thiết bị nếu nhà mạng đạt mốc triển khai trạm 5G còn kéo sang 2026. Bên có hạ tầng số hưởng lợi hơn là thuần túy thuê bao.
Dược & Y Tế	Dược Phẩm		●		Cầu nhìn chung ổn định nhờ xu hướng già hoá dân số và mức chi dược bình quân đầu người tăng. Chuỗi cung ứng nguyên liệu vẫn lệ thuộc nhập khẩu và 2026 ngành toàn cầu đối mặt áp lực giá + cạnh tranh generics/biosimilars
	Thịt Heo			->	Chi phí thức ăn vẫn là biến số lớn vì VN tăng phụ thuộc nguyên liệu nhập. Rất phù hợp vai trò hedge lạm phát thực phẩm. Bão lũ và dịch bệnh có thể làm nguồn cung heo từ hộ chăn nuôi sụt giảm, trong khi chu kỳ tái đàn thường 12-18 tháng khiến giá heo dễ neo cao kéo dài.
	Thủy Sản	..->			Thuế quan đối ứng +20% vẫn trở thành lực cản trực diện; AD/CVD vẫn là rủi ro riêng. Tuy nhiên, Mỹ giảm phụ thuộc nguồn cá thịt trắng từ Trung Quốc, tạo cơ hội để các mảng cá tra Việt Nam tận dụng gia tăng thị phần xuất khẩu
Tiện Ích	Điện Tái Tạo		◀....		Cầu điện 2026 vẫn tăng. Nhưng câu chuyện đầu tư nhay với chính sách cùng xu hướng EU đang đề xuất nới mục tiêu 2035 với xe ICE khiến tâm lý ESG có thể bớt hưng phấn ngắn hạn.

Nguồn cung hàng hóa ngày càng tập trung

Thị phần các nhà sản xuất lớn nhất



Nguồn: IEA, EIA, National Mining Association, Goldman Sachs Global Investment Research

Khi nguồn cung tập trung, chỉ cần một cú sốc địa chính trị, logistics hay chính sách ở vài “đầu mối” là có thể đẩy biến động giá và risk premium lên cao (đặc biệt với các hàng hóa chiến lược liên quan năng lượng và công nghiệp).

“Trên biển cả: 6 hành lang vận tải biển sống còn của thương mại thế giới”



Eo Bosphorus (Biển Đen → Biển Marmara)

Huyết mạch cho thương mại của Ukraine và Nga. Rủi ro hàng hải cao vì lòng eo hẹp và mật độ tàu lớn. Thiết yếu cho năng lượng, hóa chất, nông sản.



Eo Hormuz (Vịnh Ba Tư → Vịnh Oman)

Khoảng 20–30% lượng dầu vận chuyển bằng đường biển của thế giới đi qua đây. Khu vực nhạy cảm địa chính trị; gián đoạn tại đây thường tác động ngay tới thị trường năng lượng.



Eo biển Malacca (Ấn Độ Dương → Thái Bình Dương)

Mỗi năm hơn 94.000 tàu thuyền đi qua, là eo biển nhộn nhịp nhất thế giới. Vận chuyển gần 25% hàng hóa thương mại toàn cầu, gồm cả dầu cò và hàng hóa từ Trung Quốc.

Nguồn: NatWest, WTO



Kênh đào Panama (Caribbean → Thái Bình Dương)

Giúp tàu tránh hành trình dài và nguy hiểm quanh Mũi Horn. Cực kỳ quan trọng cho thương mại liên đại dương/liên lục địa, đặc biệt giữa châu Á và bờ Đông châu Mỹ. Khoảng 30% lưu lượng container toàn cầu và 40% container của Mỹ đi qua.



Kênh đào Suez (Địa Trung Hải → Biển Đỏ)

Tuyến đào nhân tạo ở Ai Cập nối châu Âu & châu Á. Xử lý khoảng 12–15% thương mại toàn cầu (giá trị hơn 1 nghìn tỷ USD/năm), giúp tránh phải vòng qua châu Phi. Quan trọng cho năng lượng, điện tử, máy móc, hóa chất.



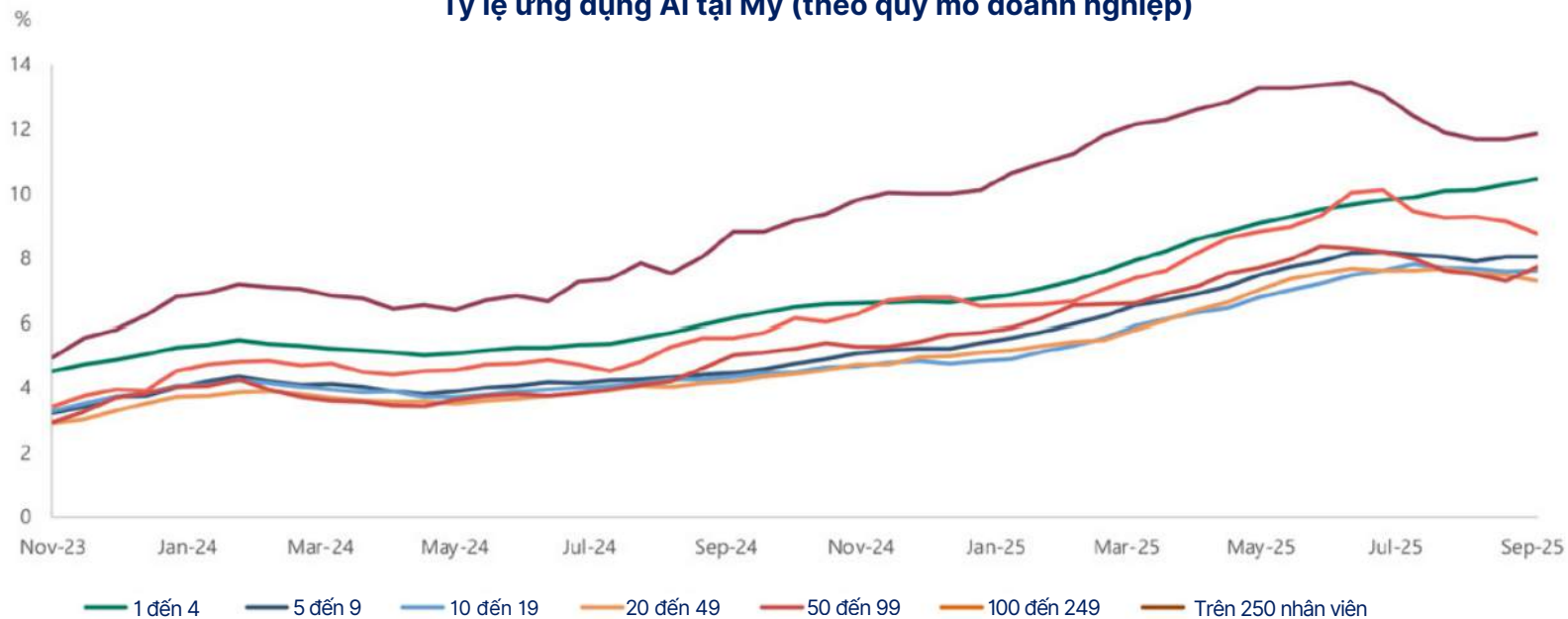
Eo biển Đài Loan (Biển Đông → Biển Hoa Đông)

Ngăn cách Trung Quốc với Đài Loan; xử lý khối lượng container rất lớn, đặc biệt từ các cảng Trung Quốc ra thị trường toàn cầu. Quan trọng cho bán dẫn và khoáng sản đất hiếm.

Thương mại thế giới vẫn phụ thuộc vào vài “yết hầu” như Malacca, Hormuz, Suez..., nên chỉ một cú sốc địa chính trị/logistics là có thể làm gián đoạn dòng chảy hàng hóa và kéo biến động giá vận tải quay lại.

PHỤ LỤC 2

Tỷ lệ ứng dụng AI tại Mỹ (theo quy mô doanh nghiệp)

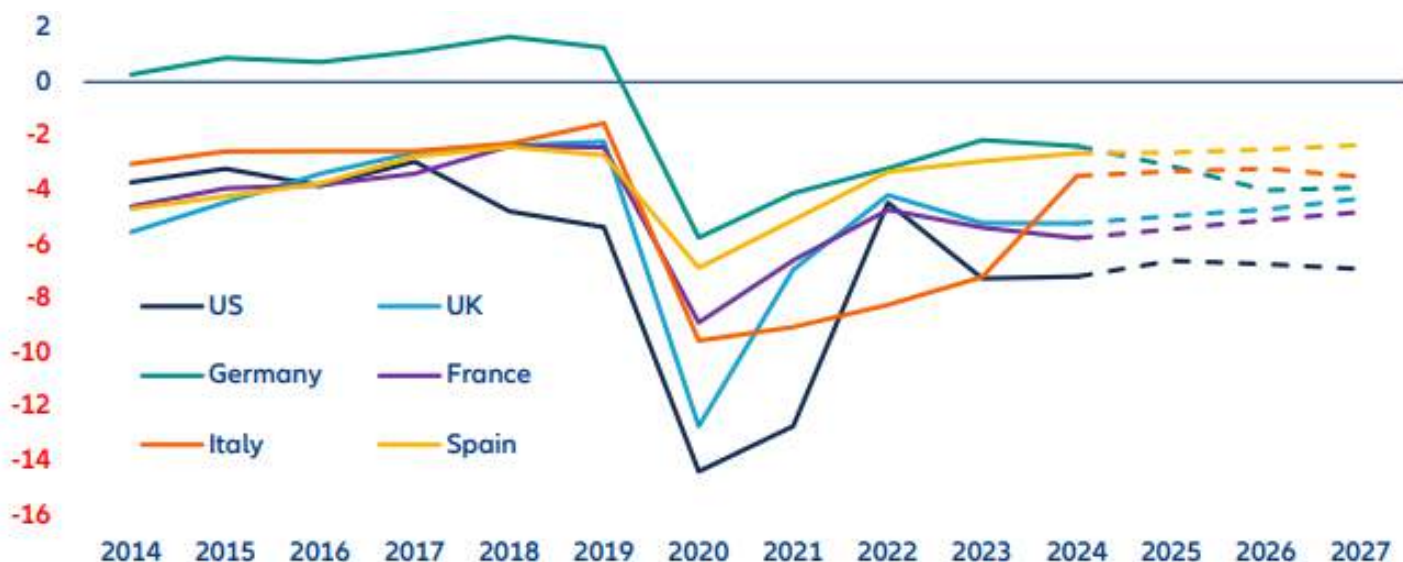


Nguồn: Cục Thống kê Dân số Hoa Kỳ, Macrobond, Apollo Chief Economist. Lưu ý: Dữ liệu là trung bình trượt của 6 kỳ khảo sát. Khảo sát được thực hiện 2 tuần một lần.

Biểu đồ cho thấy tỷ lệ doanh nghiệp Mỹ “đưa AI vào dùng” đang chứng lại ở hầu hết mọi quy mô, tức là làn sóng triển khai ban đầu đã qua và giai đoạn tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào hiệu quả thật (tiết kiệm chi phí/tăng doanh thu) chứ không còn tăng nhờ “thử cho biết”. Nhóm doanh nghiệp nhỏ vẫn còn nhích lên (đang bắt kịp), nhưng nếu mặt bằng này tiếp tục đi ngang trong 2026 thì câu chuyện đầu tư AI-trung tâm dữ liệu vẫn có tăng nhưng sẽ nhạt hơn với tín hiệu “cầu AI có bắt đầu nguội đi hay không”.

Ước tính thâm hụt ngân sách của Đức sẽ tăng mạnh nhưng vẫn thấp hơn Pháp trong 2026

Thâm hụt ngân sách (% GDP)



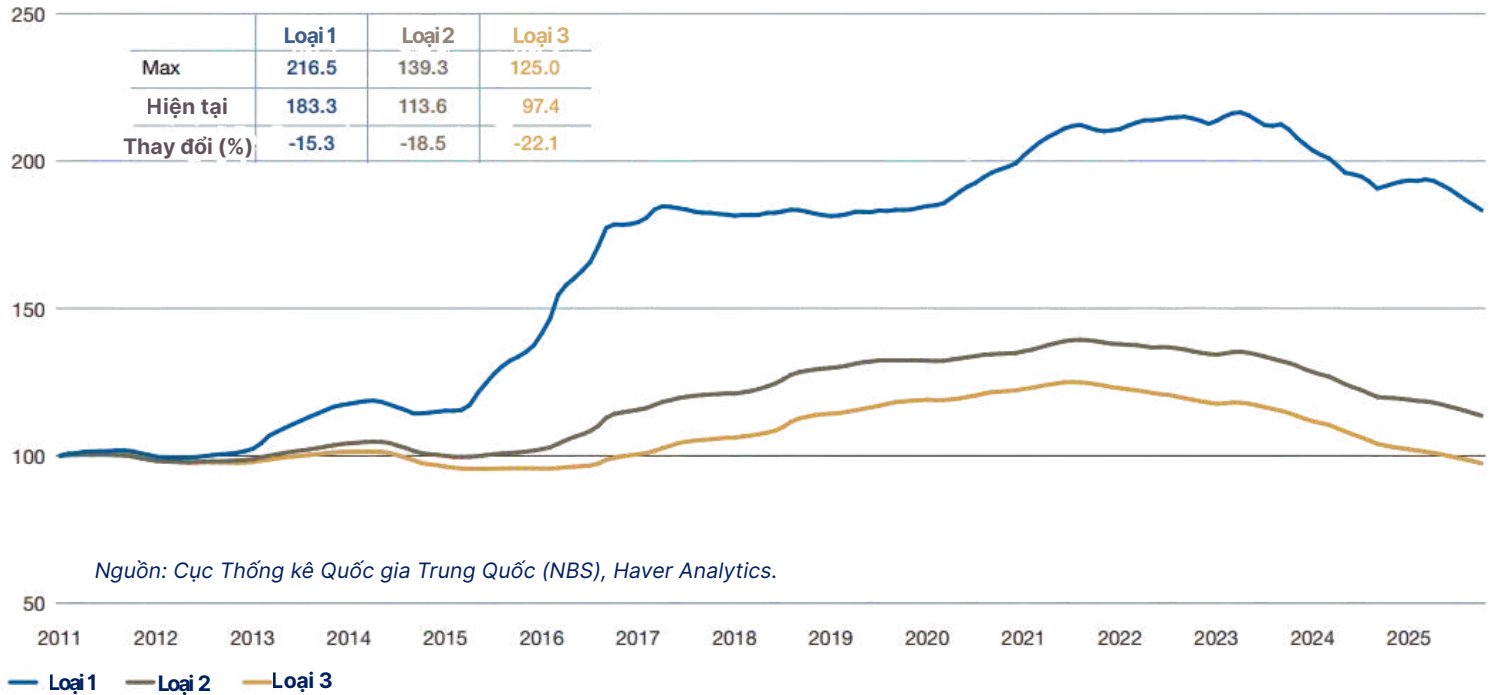
Nguồn: LSEG Datastream, Allianz Research

Đức đang chủ động thay đổi tư duy về tài khóa tất cả đều đánh dấu một bước ngoặt mạnh, nhằm nâng cao cung lẫn cầu của châu Âu: thâm hụt Đức dự báo tăng mạnh trong 2026 qua giải ngân đầu tư và quốc phòng, nhưng vẫn “gọn gàng” hơn Pháp, nơi thâm hụt cao mang tính cơ cấu và khó kéo xuống nhanh. Ý & Tây Ban Nha tương đối “đi ngang”, nên câu chuyện của châu Âu 2026 sẽ là Đức kéo nhịp tăng trưởng, còn Pháp là điểm thị trường soi kỹ nhất vì chỉ cần niềm tin lung lay, chênh lãi suất giữa 2 đầu tàu có thể nổi ra rất nhanh.

PHỤ LỤC 3

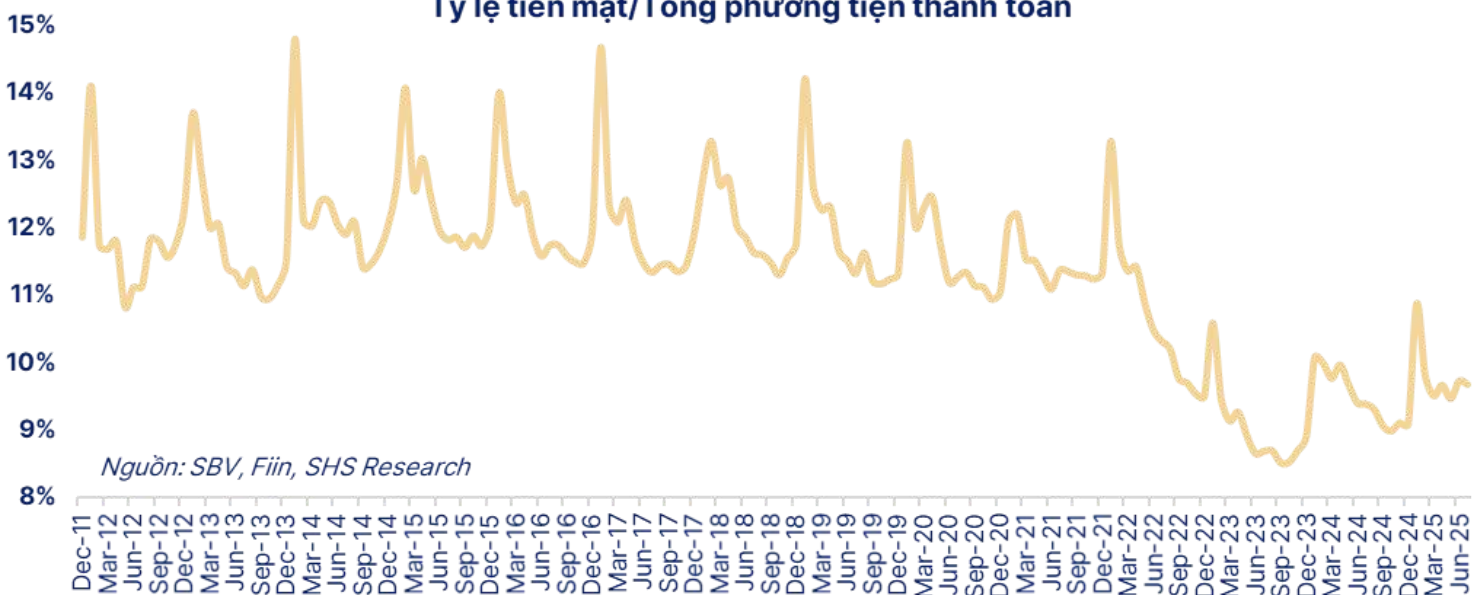
Giá bất động sản Trung Quốc vẫn yếu, làm suy giảm niềm tin

Chỉ số giá nhà ở hiện hữu tại 70 thành phố (mức chỉ số)



Biểu đồ cho thấy giá nhà vẫn bị “đè” ở cả Tier 1/2/3, tức lượng hàng tồn chưa bán còn lớn nên người mua có quyền mặc cả và giá khó ngóc đầu. Tier 1 có lúc bật lên rồi lại hụt, còn Tier 2&3 giảm đều hơn, hàm ý áp lực không còn là chuyện cục bộ mà đang lan rộng. Khi giá nhà chưa ổn định, “hiệu ứng tài sản” (wealth effect) của hộ gia đình vẫn âm ảnh hưởng lên tiêu dùng, nên muốn kéo cầu thì vẫn phải xử lý bài toán tồn kho trước.

Tỷ lệ tiền mặt/Tổng phương tiện thanh toán

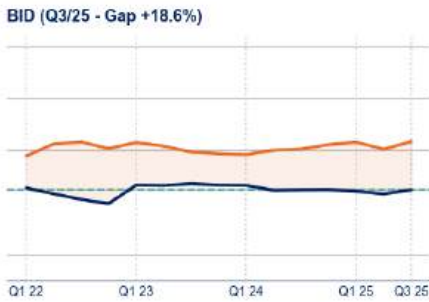


Trong hơn 10 năm qua, Tỷ lệ tiền mặt trên tổng phương tiện thanh toán (CIC) ở Việt Nam đã giảm rõ rệt, đây là một thành quả quan trọng của NHNN trong việc ổn định vĩ mô và hiện đại hóa hệ thống tài chính. Tuy nhiên CIC tăng trở lại nghĩa là tiền rời khỏi ngân hàng để nằm “ngoài hệ thống” (giữ tiền mặt vì Thuế, vì mua vàng mua USD), làm nguồn vốn rẻ trong ngân hàng mỏng đi và chi phí vốn gia tăng. Về bản chất, đây là một dạng né kiểm soát và suy giảm niềm tin: khi người dân ưu tiên cầm tiền hơn gửi tiền, chính sách tiền tệ khó truyền dẫn, lãi suất khó thấp bền.

PHÂN TÍCH CẤU TRÚC VỐN LDR & TUÂN THỦ QUY ĐỊNH
(Giai đoạn Q1/2022 - Q3/2025)

Nguồn: SHS Tổng hợp

TIER 1



TIER 2



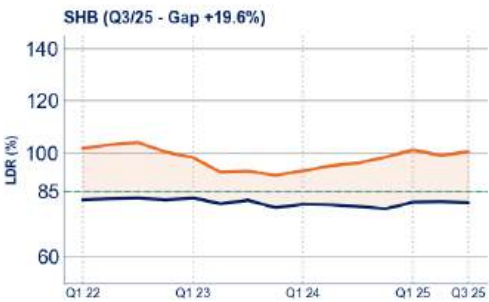
CHÚ GIẢI

- LDR TT1
- LDR Total (TT26)
- Quy định NHNN (85%)
- Gap Chênh lệch

CHÚ THÍCH:

- Ngưỡng 85%: Mức trần quy định LDR của NHNN.
- LDR TT1: Bao gồm TPDN và trung hòa các phần TCTD.
- Gap (+): Phụ thuộc nguồn vốn bán buôn/trái phiếu.

TIER 3



KẾT LUẬN

Báo cáo này khép lại ở đây, nhưng câu chuyện thì chưa dừng. Những con số, biểu đồ và lập luận dày đặc phía trên chỉ là cách con người cố gắng vẽ lại một lát cắt của dòng chảy lớn hơn. **Kinh tế vốn không vận hành bằng chân lý tuyệt đối, mà bằng sự tương đối của bối cảnh, của thời điểm và của lựa chọn.** Đúng hay sai, rốt cuộc, thường chỉ được phân định khi thời gian đã đi qua, còn khi đứng giữa hiện tại, điều quan trọng hơn là hiểu mình đang ở đâu và vì sao lại chọn hướng ấy.

Tác giả lấy nhan đề “Vó ngựa thời vận” cho năm tới không phải vì mọi thứ sẽ băng băng tiến về phía trước, mà bởi nhịp đi của thời cuộc đang gấp hơn, dồn dập hơn. Vó ngựa không đứng yên để suy tính lâu dài, nó gõ xuống đất trong khoảnh khắc rất ngắn, rồi đã ở một vị trí khác. Ai nghe được nhịp gõ ấy, ai hiểu được tiết tấu của con ngựa mình đang cưỡi, sẽ biết lúc nào nên thúc, lúc nào nên ghìm. **Thời vận cũng vậy, không chờ đợi sự hoàn hảo, chỉ đòi hỏi sự tỉnh táo đúng lúc.**

Nhìn lại toàn bộ bức tranh, có thể thấy thế giới và Việt Nam bước vào năm mới với nhiều mảng sáng tối đan xen. Cải cách có, rủi ro có, dư địa mở ra nhưng giới hạn cũng hiện hữu rõ ràng hơn bao giờ hết. **Những gì hôm nay còn là lợi thế, ngày mai có thể đã trở thành gánh nặng. Và những điều tưởng như nhỏ bé, âm thầm tích tụ, đôi khi lại quyết định sức bền của cả chặng đường dài.** Giống như vó ngựa, không phải cú nước đại nào cũng quyết định thắng thua, mà *chính là khả năng giữ nhịp bền bỉ qua những đoạn đường gồ ghề.*

Thời gian, suy cho cùng, trôi nhanh như bích cầu qua cửa sổ. Một năm nhìn lại chỉ như một cái chớp mắt, nhưng đủ dài để phân hóa người chuẩn bị và người bị cuốn đi. Báo cáo này không mong dự báo trúng tất cả, càng không mong trở thành lời tiên tri. Điều nó hướng tới là giúp người đọc nhận ra những mối liên hệ, những điểm rẽ, để khi vó ngựa thời vận gõ qua hiên nhà mình, ta không giật mình hoảng hốt, mà kịp hiểu đó là tín hiệu của một chuyển động lớn hơn.

Khép lại “Vó ngựa thời vận”, người viết xin gửi một lời chúc năm mới. Chúc quý độc giả bước sang xuân Bính Ngọ với một tâm thế vững vàng, đầu óc tỉnh táo và trái tim đủ tĩnh để không bị cuốn theo những nhịp phi nước đại mù quáng. Mong rằng mỗi quyết định trong năm mới đều được đặt đúng thời điểm của nó, để dù vó ngựa có gấp hay chậm, ta vẫn đi được trọn đường mình chọn, bình an, sáng suốt và đủ niềm tin vào ngày phía trước.

NGUỒN THAM KHẢO

- World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim – International Monetary Fund, 10/2025
- Global Financial Stability Report: Shifting Ground beneath the Calm – International Monetary Fund, 10/2025
- Year Ahead 2026: “Escape velocity?” – UBS (UBS House View Global Outlook), 11/2025
- Eye on the Market – The Deep End: 2025 Alternative Investments Review – Michael Cembalest, J.P. Morgan Asset & Wealth Management, 12/2025.
- Global Outlook 2026: The shifting world order – ABN AMRO Group Economics – Macro Research, 11/2025.
- 2026 Annual Economic Outlook: Policy Reset – How Fiscal, Monetary and Trade Frameworks Shape 2026 – Wells Fargo Economics, 11/2025.
- United States Economic Outlook 2026–2027 – Research Seminar in Quantitative Economics (RSQE), University of Michigan, 11/2025.
- “Winds of Change” Economic Forecast 2026–2028 – Woods Center for Economic Analysis and Forecasting, DH California State Fullerton, 10/2025
- Outlook for Economic Activity and Prices – Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BoJ), 10/2025.
- China Flash: Even more weakness in domestic demand – Allan von Mehren, Danske Bank, 15/12/2025.
- Global Economic Prospects – World Bank, 06/2025
- Danske Bank – China Flash: Even more weakness in domestic demand (Dec 15, 2025).
- Al Jazeera – “China, ASEAN sign enhanced free trade pact amid Trump tariffs” (Oct 28, 2025)
- S&P Global – “China Inc. heads to Global South in the age of tariffs” (Aug 19, 2025)
- Caliber.az – “China’s trade with Belt and Road countries tops \$2.68 trillion” (Nov 7, 2025)
- ARC Group – China Economic Update Q2 2025 (July 2025)
- BNP Paribas – “China in 2025: rebalancing growth drivers?” (Eco Week, Mar 24, 2025)
- The Guardian – “Nexperia row: China weaponising EU relationship” (Nov 11, 2025)
- Reuters – “Chinese savers decry falling deposit rates but still won’t spend” (May 27, 2025)
- Reuters – “China’s solar industry losses balloon on falling prices” (Aug 26, 2025)
- Prcleader – “Supply Side Structural Reform 2.0: Involution Edition” (2015–2025 data analysis)
- Reuters – “China’s DeepSeek releases ‘intermediate’ AI model” (Sept 29, 2025)
- Chinadaily/IFR – “China leads global industrial robot market” (Sept 26, 2025)
- Reuters – “China likely to chase 5% GDP growth in 2026...” (Dec 3, 2025)
- Chinadaily – “Six moves likely to ensure stable growth” (Nov 3, 2025)
- S&P Global Market Intelligence – December 2025 Eurozone PMI commentary
- ING Think – Irish ‘boom’ disguises eurozone weakness (Peter Vanden Houde, 06/2025)
- EuroFinance – Eurozone’s challenges and opportunities in 2025 (03/2025)
- CaixaBank Research – European tourism post-pandemic: uneven recovery (10/2025)
- Le Monde – Southern Europe’s economic revenge (10/2024)
- Jesper Rangvid’s Blog – US growth is debt-fuelled (12/2024)
- Reuters – Domestic demand to drive German recovery in 2026 – IMK
- OSW Centre – Germany: the 2026 budget and rising debt (12/2025)
- Goldman Sachs – Germany’s economy to outperform in 2026 (10/2025)
- Scope Ratings – Italy recovery plan falling short (06/2023)
- Taipei Times (Lionel Laurent) – “France’s new revolution: Work more to earn less”
- Agence France Trésor / Reuters – France 2025 budget & deficit
- IMF Article IV France (05/2025)
- TradingEconomics / WorldGovBonds – France & Germany 10Y yields
- NIESR – UK gilt yields and fiscal
- ECB Economic Bulletin 06/2025 – inflation outlook
- ING Think – Irish distortion & ECB nearly done easing
- European Parliament Research – AI investment: EU vs global (03/2024)
- Capital Economics – Europe left behind in AI boom (10/2025)

Nguyen Minh Hanh
Head of Research
Hanh.nm@shs.com.vn

Vu Tuan Duy
Macro Analyst
Duy.vt@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin, dữ liệu và phân tích trong tài liệu này đã được thu thập, tổng hợp và xử lý một cách cẩn trọng tại thời điểm công bố. Tuy nhiên, SHS Research và tác giả không cam kết tính đầy đủ, chính xác tuyệt đối hay cập nhật liên tục của các thông tin được sử dụng. Mọi nội dung trình bày hoàn toàn không đại diện cho quan điểm chính thức của Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS, trừ khi có ghi rõ.

Các quan điểm, mô hình và nhận định trong báo cáo phản ánh đánh giá chuyên môn độc lập của nhóm phân tích tại thời điểm viết, dựa trên các giả định cụ thể về bối cảnh kinh tế, chính sách và thị trường. Báo cáo này không cấu thành khuyến nghị đầu tư, lời mời gọi giao dịch, hay cam kết hiệu quả tài chính đối với bất kỳ loại tài sản nào, bao gồm nhưng không giới hạn ở cổ phiếu, trái phiếu, ngoại tệ, hàng hóa, bất động sản hoặc các sản phẩm tài chính phái sinh.

Các nội dung trong báo cáo cũng không phải là tài liệu tư vấn chính sách chính thức, và không nhằm thay thế cho đánh giá độc lập của các cơ quan hoạch định hoặc các tổ chức ra quyết định điều hành kinh tế. Mọi phân tích về chính sách công chỉ mang tính tham khảo về mặt logic truyền dẫn và kịch bản giả định, không mang tính chỉ đạo hay phản biện chính sách cụ thể.

Chúng tôi khuyến nghị người đọc dù là nhà đầu tư tổ chức, cá nhân hay cán bộ hoạch định chính sách cần tự đánh giá độ phù hợp của thông tin với mục tiêu sử dụng, khẩu vị rủi ro, và bối cảnh pháp lý/kinh tế tại thời điểm xem xét. Các dự báo trong báo cáo mang tính mô hình, có thể thay đổi đáng kể khi các yếu tố đầu vào hoặc định hướng chính sách thay đổi.

Tài liệu này không được sử dụng để xây dựng hồ sơ chào bán chứng khoán, truyền thông tiếp thị sản phẩm tài chính, hoặc làm căn cứ pháp lý nếu không có phê duyệt rõ ràng từ Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS.

Mọi hành vi sao chép, chia sẻ, trích dẫn một phần hoặc toàn bộ báo cáo cần tuân thủ quy định về bản quyền.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tòa nhà SHS, Số 43 Lý Thường Kiệt, phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hà Nội

Tòa nhà SHS, Số 41 Ngô Quyền, phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
Tel: (84-24)-3818 1888
Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2 Số 03 Lê Đình Lý, p. Thanh Khê, Tp. Đà Nẵng
Tel: (84-511)-352 5777
Fax: (84-511)-352 5779

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số 36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh
Tel: (84-8)-3915 1368
Fax: (84-8)-3915 1369



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)

-  Website: shs.com.vn
-  Tel: 1900 63 8588
-  Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn