TECHCOMBANK

Báo cáo Kinh tế Vĩ mô và Thị trường Tài chính



Hà Nội, Tháng 11/2026

Bộ phận Phân tích Kinh tế và Thị trường Tài chính

BE GREATER

TECHCOMBANK

Kinh tế Việt Nam 2027 – Liệu có tiếp tục tăng trưởng bứt phá?

- PHẦN 1
  TÓM TẮT
- PHẦN 2
  KINH TẾ THẾ GIỚI
- PHẦN 3
  KINH TẾ VIỆT NAM
- PHẦN 4
  PHỤ LỤC

Phần 1

Tóm tắt

Kinh tế Thế giới:

- *Kinh tế toàn cầu duy trì tăng trưởng khá tốt trong năm 2026, với IMF dự báo tăng trưởng đạt 3,1%, chủ yếu nhờ làn sóng đầu tư AI bù đắp tác động từ giá dầu cao và căng thẳng địa chính trị. AI tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong năm 2027, khi chi đầu tư của các hyperscaler có thể đạt 1.100 tỷ USD và nhu cầu data center vẫn tăng mạnh nhờ tốc độ ứng dụng AI toàn cầu.*
- *Bước sang năm 2027, giá dầu, chu kỳ AI và bất định thương mại được kỳ vọng sẽ tiếp tục là ba chủ đề vĩ mô quan trọng nhất đối với kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu.*
- *Theme #1 - Giá dầu khó quay về mức trước xung đột, khiến lạm phát giảm chậm hơn; Fed và ECB nhiều khả năng duy trì mặt bằng lãi suất cao trong thời gian dài.*
- *Theme #2 - Rủi ro của chu kỳ AI đang gia tăng khi định giá cổ phiếu công nghệ ở mức rất cao, trong khi các Big Tech đã tích lũy khoảng 3.300 tỷ USD nghĩa vụ ngoài bảng cân đối, làm gia tăng tính dễ tổn thương của hệ sinh thái AI.*
- *Theme #3 - Bất định thương mại có thể quay trở lại trong năm 2027, khi Mỹ vẫn còn dư địa áp thêm thuế quan mới, tạo áp lực lên thương mại toàn cầu và các nền kinh tế phụ thuộc xuất khẩu điện tử tại châu Á.*

Kinh tế Việt Nam:

- *Các động lực đến từ đầu tư công & tư nhân, FDI và xuất khẩu được kỳ vọng sẽ là các trụ cột chính hỗ trợ kinh tế Việt Nam tăng trưởng hai chữ số.*
- *Đầu tư công tiếp tục là đầu tàu dẫn dắt tăng trưởng kinh tế Việt Nam, với nhiều biện pháp hỗ trợ như cơ chế chấm điểm giải ngân vốn đầu tư công hay các giải pháp tháo gỡ khó khăn về nguồn cung vật liệu xây dựng. Trong khi đó, đầu tư tư nhân cũng được kỳ vọng tăng trưởng mạnh mẽ trong những năm tới, với trọng tâm là các dự án hạ tầng.*
- *FDI vẫn duy trì mức tăng trưởng ấn tượng (lũy kế 10 tháng 2026, tổng vốn FDI đăng ký mới và điều chỉnh tăng trưởng 79% YoY). Triển vọng 2027 tiếp tục được hỗ trợ bởi nhu cầu toàn cầu đối với các sản phẩm điện tử và hạ tầng phục vụ AI tăng lên.*
- *Xuất khẩu cũng được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số trong năm 2027 nhờ nhu cầu đầu tư toàn cầu vào hạ tầng AI và trung tâm dữ liệu, dù các rủi ro từ chính sách thương mại vẫn cần được theo dõi chặt chẽ.*
- *Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP năm 2027 là 9,6% trong khi lạm phát ổn định quanh 4%.*
- *Chúng tôi cũng kỳ vọng lãi suất tiếp tục có xu hướng giảm trong thời gian tới, sau đó ổn định, được hỗ trợ bởi tình hình thanh khoản đang được cải thiện và khả năng mua ngoại tệ của NHNN. Trong khi đó, tỷ giá được dự báo sẽ khá ổn định trong giai đoạn 2026-2027.*

Phần 2

Kinh tế thế giới

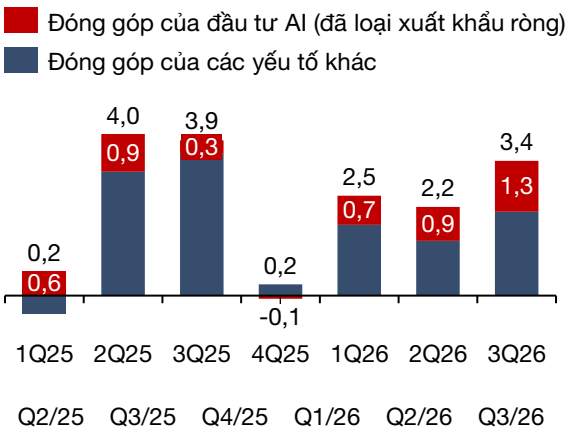
Kinh tế toàn cầu năm 2027 nhiều khả năng vẫn được dẫn dắt bởi làn sóng AI, trong khi phần lớn các động lực tăng trưởng khác còn tương đối yếu. Giá dầu được kỳ vọng duy trì ở mức cao hơn trước xung đột, khiến Fed và ECB thận trọng hơn với việc nới lỏng chính sách tiền tệ. Bên cạnh đó, rủi ro từ các biện pháp thuế quan mới của Mỹ và khả năng điều chỉnh của chu kỳ AI sẽ là hai nguồn bất định quan trọng đối với tăng trưởng và thị trường tài chính toàn cầu trong năm tới.

Năm 2026 gần kết thúc, kinh tế toàn cầu đang cho thấy khả năng chống chịu tốt trước các cú sốc địa chính trị nhưng chủ yếu được dẫn dắt bởi AI

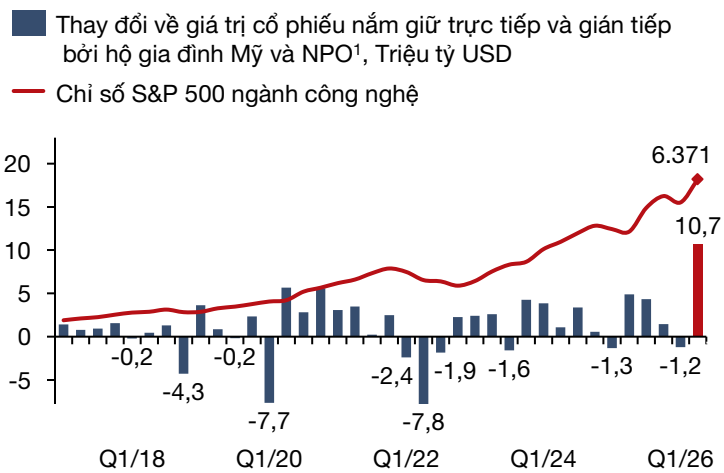
Dù giá dầu tăng mạnh do xung đột Mỹ - Iran, kinh tế toàn cầu năm 2026 cho thấy sức chống chịu tốt hơn đáng kể so với các cú sốc trước đây. IMF hiện dự báo tăng trưởng toàn cầu đạt 3,1%, chỉ thấp hơn 0,4 điểm % so với năm trước, mức suy giảm ít nhất trong các giai đoạn xung đột lớn có tác động đến thị trường dầu mỏ kể từ năm 1980. Để so sánh, các cú sốc dầu mỏ năm 1980 và 1990 khiến tăng trưởng toàn cầu giảm từ 1,0-1,4 điểm %, lớn hơn đáng kể so với mức điều chỉnh hiện nay. Theo đánh giá của chúng tôi, sức chống chịu này chủ yếu đến từ làn sóng trí tuệ nhân tạo (AI) với 3 lý do chính. ***Thứ nhất,*** nhu cầu đầu tư vào trung tâm dữ liệu và công nghệ phục vụ AI tại Mỹ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ, qua đó trở thành động lực chính của tăng trưởng kinh tế khi các hoạt động đầu tư liên quan đến AI ước tính đóng góp tới khoảng 1/3 tăng trưởng GDP Quý 3/2026 của Mỹ. ***Thứ hai***, làn sóng này đã góp phần thúc đẩy đà tăng của nhóm cổ phiếu công nghệ, tạo ra hiệu ứng tài sản (wealth effect) đối với hộ gia đình. Yếu tố này đặc biệt quan trọng trong bối cảnh giá trị cổ phiếu của người dân Mỹ nắm giữ đang tăng lên, với giá trị cổ phiếu doanh nghiệp do hộ gia đình và các tổ chức phi lợi nhuận nắm giữ đã tăng khoảng 170% kể từ cuối năm 2019. Khi giá trị tài sản tài chính gia tăng, người tiêu dùng có xu hướng tự tin hơn về triển vọng tài chính và sẵn sàng gia tăng chi tiêu. ***Thứ ba***, tác động của AI không chỉ giới...

Hình 1: Đóng góp của AI vào GDP Mỹ

Đơn vị: % đóng góp, ước tính từ dữ liệu BEA



Hình 2: Thay đổi giá trị cổ phiếu nắm giữ bởi người Mỹ



Ghi chú: 1: Tổ chức phi lợi nhuận

Nguồn: BLS, BEA, Fed, Refinitiv, S&P Global, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research

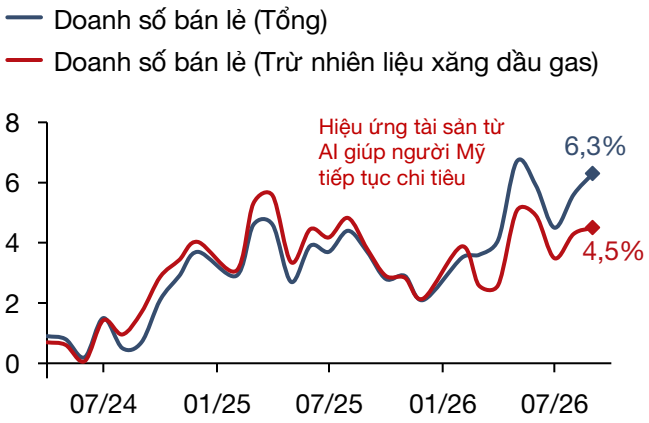
Phần 2

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

…hạn trong phạm vi nước Mỹ mà còn lan tỏa sang phần còn lại của thế giới thông qua chuỗi cung ứng công nghệ. Hoạt động xây dựng trung tâm dữ liệu kéo theo nhu cầu lớn đối với chip bán dẫn, máy chủ, thiết bị lưu trữ và các linh kiện điện tử khác, qua đó thúc đẩy xuất khẩu công nghệ của nhiều nền kinh tế châu Á. Tính đến tháng 9/2026, xuất khẩu điện tử của Đài Loan, Trung Quốc, và Hàn Quốc lần lượt tăng 45%, 52% và 196% YoY, cho thấy AI đang trở thành một động lực tăng trưởng mang tính toàn cầu.

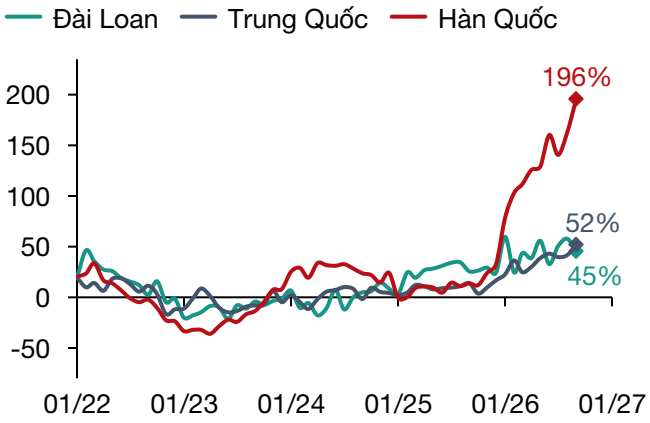
Hình 3: Tăng trưởng bán lẻ Mỹ

Đơn vị: % YoY, dữ liệu hàng tháng



Hình 4: Tăng trưởng xuất khẩu điện tử

Đơn vị: % YoY, dữ liệu hàng tháng



Tuy nhiên, các động lực tăng trưởng khác của kinh tế toàn cầu vẫn còn tương đối trầm lắng

Nếu loại bỏ tác động từ làn sóng đầu tư AI, phần lớn nền kinh tế toàn cầu năm 2026 vẫn đang chịu sức ép từ giá năng lượng cao và những ảnh hưởng kéo dài của các biện pháp thuế quan Mỹ từ năm 2025. Cụ thể, tăng trưởng thương mại hàng hóa toàn cầu vẫn mang tính tập trung cao độ vào nhóm điện tử, trong khi nhu cầu đối với các mặt hàng tiêu dùng truyền thống như dệt may, giày dép và nông sản tiếp tục ở mức yếu. Dữ liệu nhập khẩu của Mỹ, EU và Nhật Bản cho thấy nhập khẩu máy móc và thiết bị điện tử tăng khoảng 29,2% YoY trong tháng 8/2026, trong khi phần còn lại của rổ hàng hóa chỉ tăng thấp ở mức 3,9%, phản ánh sự phân hóa giữa nhu cầu liên quan đến AI và phần còn lại của nền kinh tế. Trong khi người tiêu dùng Mỹ vẫn phần nào được hỗ trợ bởi hiệu ứng tài sản từ làn sóng AI, các nền kinh tế lớn khác lại chưa được hưởng lợi tương tự. Tăng trưởng bán lẻ tại Trung Quốc đã giảm về gần 0%, trong khi châu Âu và Nhật Bản chỉ dao động quanh mức 2-3%, thấp hơn so với giai đoạn cuối năm 2025 và nửa đầu năm 2026. Điều này cho thấy tâm lý chi tiêu của hộ gia đình tại nhiều nền kinh tế đang bị ảnh hưởng bởi giá năng lượng tăng cao và triển vọng về bối cảnh vĩ mô chưa cải thiện rõ rệt.

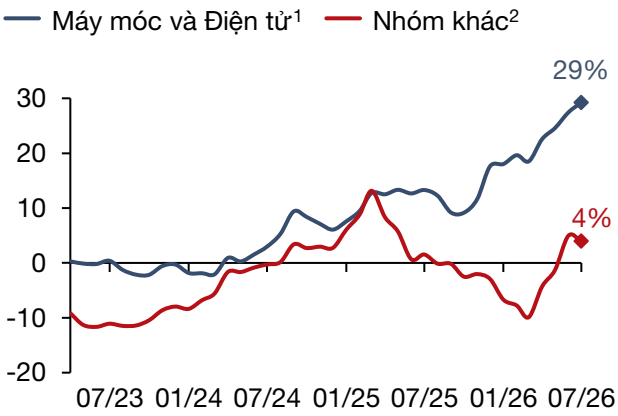
Nguồn: GACC, MOTIR, Hải quan Trung Quốc, Bộ tài chính Đài Loan, Refinitiv, Trademap, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research

Phần 2

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

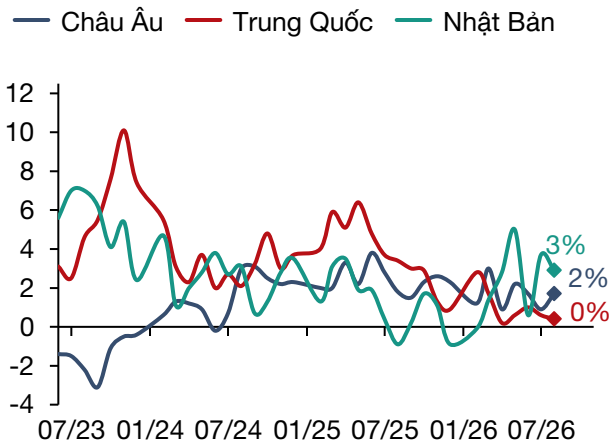
Hình 5: Tăng trưởng nhập khẩu của các nước

Đơn vị: % YoY, tổng của Mỹ, EU, và Nhật Bản, trung bình động 3 tháng



Hình 6: Tăng trưởng bán lẻ tại các nước

Đơn vị: % YoY, dữ liệu hàng tháng



Những yếu tố đã và đang diễn ra trong năm 2026 sẽ tiếp tục định hình bối cảnh vĩ mô năm tới

Thay vì nhường chỗ cho những câu chuyện mới, các chủ đề dẫn dắt năm 2026 đang cho thấy khả năng kéo dài sang năm 2027 và định hình bối cảnh vĩ mô của năm tới. Theo chúng tôi, căng thẳng địa chính trị, hoạt động liên quan đến AI và thuế quan Mỹ, sẽ tiếp tục là ba biến số có ảnh hưởng lớn đến triển vọng kinh tế và thị trường tài chính toàn cầu trong năm tới.

Chủ đề #1: Giá dầu sẽ tiếp tục là biến số ảnh hưởng đến lạm phát và quyết định lãi suất của Fed và ECB

Thứ nhất, căng thẳng địa chính trị nhiều khả năng vẫn sẽ là biến số quan trọng đối với kinh tế toàn cầu năm 2027 thông qua tác động lên giá năng lượng, lạm phát và chính sách tiền tệ. Chúng tôi cho rằng giá dầu ít có rủi ro tăng mạnh bất ngờ trong năm 2027 nhưng khó giảm xuống mức trước xung đột ngay cả khi xác suất xảy ra một cuộc đối đầu quân sự quy mô lớn đã giảm xuống, với lý do chính: Các tín hiệu gần đây cho thấy cả Mỹ và Iran đang để ngỏ khả năng hạ nhiệt: Tổng thống Trump đánh giá các đợt không kích mới là "rất khó xảy ra" nếu đàm phán tiếp tục tiến triển, trong khi phía Iran, thông qua trung gian Qatar, tuyên bố có thể mở lại eo biển Hormuz nếu Mỹ chấp nhận các điều kiện của Iran, gồm chấm dứt chiến sự, dỡ bỏ trừng phạt dầu mỏ và gỡ phong toả hải quân. Những diễn biến này cho thấy cả hai bên đang ưu tiên giải quyết căng thẳng hiện tại hơn là mở rộng, qua đó làm giảm nguy cơ gián đoạn nguồn cung dầu trên diện rộng. Bên cạnh đó, việc Đảng Dân chủ giành quyền kiểm soát cả hai viện Quốc hội từ đầu năm 2027 có thể khiến Nhà Trắng gặp nhiều khó khăn hơn trong việc huy động nguồn lực cho một chiến dịch quân sự quy mô lớn và kéo dài. Theo Hiến pháp Mỹ, mọi khoản ngân sách mới đều phải được Quốc hội thông qua thành luật, trong khi gói ngân sách bổ sung khoảng 67 tỷ USD cho quốc phòng mà Nhà Trắng đề xuất từ tháng 6/2026, chủ yếu để trang trải…

Ghi chú: 1: HS Code 84+85; 2: Các mã HS Code còn lại
Nguồn: Trademap, Refintiv, Đại học Luật Cornell, Nghiên cứu báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research

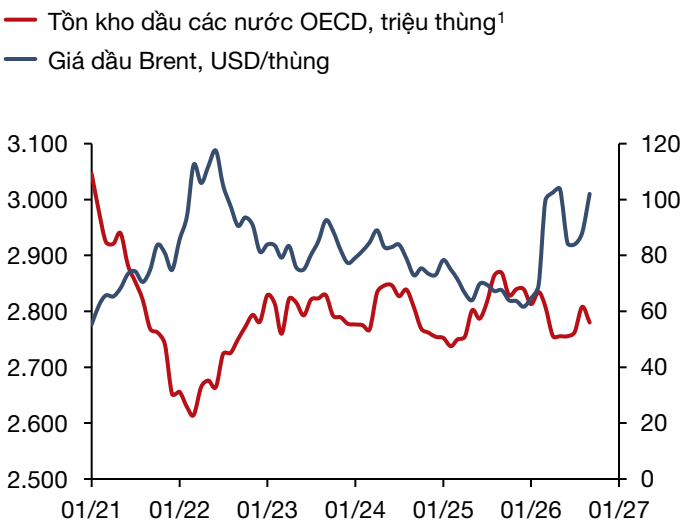
Phần 2

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

...chi phí chiến tranh với Iran, đến nay vẫn chưa được thông qua do vấp phải sự phản đối của phe Dân chủ. Tuy nhiên, điều này không đồng nghĩa căng thẳng sẽ biến mất mà chỉ dừng mức độ hạn chế leo thang. Trên thực tế, Quốc hội đã nhiều lần phản đối các hoạt động quân sự tại Iran trong năm 2026 nhưng không tạo ra thay đổi đáng kể trên thực địa. Nguyên nhân là Quốc hội chủ yếu có khả năng hạn chế quy mô và thời gian của một cuộc chiến thông qua quyền ngân sách, thay vì ngăn chặn hoàn toàn các đòn tấn công ngắn hạn mà Tổng thống có thể thực hiện bằng lực lượng và nguồn lực đã được phê duyệt từ trước. Nói cách khác, xác suất xảy ra một cuộc đối đầu quân sự quy mô lớn có thể giảm xuống, nhưng nguy cơ xuất hiện các đợt căng thẳng cục bộ đủ để ảnh hưởng tới nguồn cung dầu từ Trung Đông vẫn còn hiện hữu, hàm ý giá dầu khó giảm sâu trong thời gian tới.

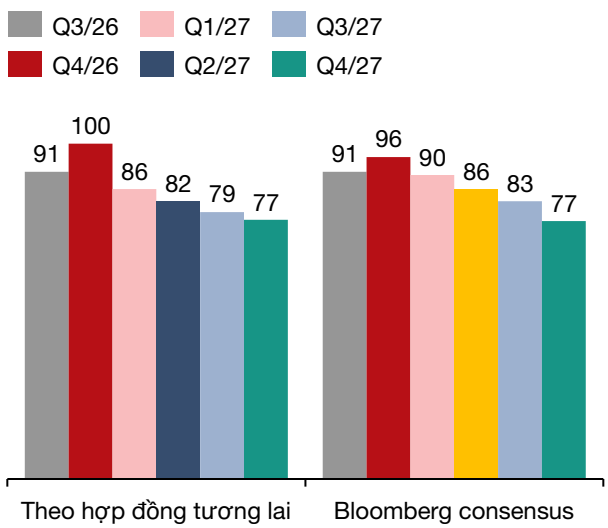
Hình 7: Diễn biến giá dầu, và tồn kho

Đơn vị: Dữ liệu hàng tháng, tính đến tháng 9/2026



Hình 8: Giá dầu Brent và dự báo

Đơn vị: USD/thùng, dữ liệu tại ngày 11/11/2026



Ở một góc nhìn khác, nhiều ý kiến cho rằng trong kịch bản tích cực khi Mỹ và Iran đạt được một thỏa thuận ngừng bắn dài hạn, giá dầu có thể khó giảm sâu do các quốc gia sẽ gia tăng mua vào để tái xây dựng lượng dự trữ đã sử dụng trong giai đoạn căng thẳng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng tác động của yếu tố này lên giá dầu là tương đối khó xác định và nghiêng theo chiều hướng ảnh hưởng nhẹ. Nguyên nhân là nhu cầu bổ sung tồn kho có thể được bù đắp một phần bởi nguồn cung gia tăng từ OPEC+ và các quốc gia ngoài OPEC khi rủi ro địa chính trị giảm bớt. Do đó, việc tái tích lũy tồn kho chưa chắc đã khiến cầu vượt cung, mà nhiều khả năng chỉ góp phần hạn chế đà giảm của giá dầu thay vì tạo ra một chu kỳ tăng giá mới.

Ghi chú: 1: Dữ liệu bao gồm tồn kho của tư nhân và Chính phủ
Nguồn: IEA, Bloomberg, Refinitiv, Phân tích của TCB CIBG Research

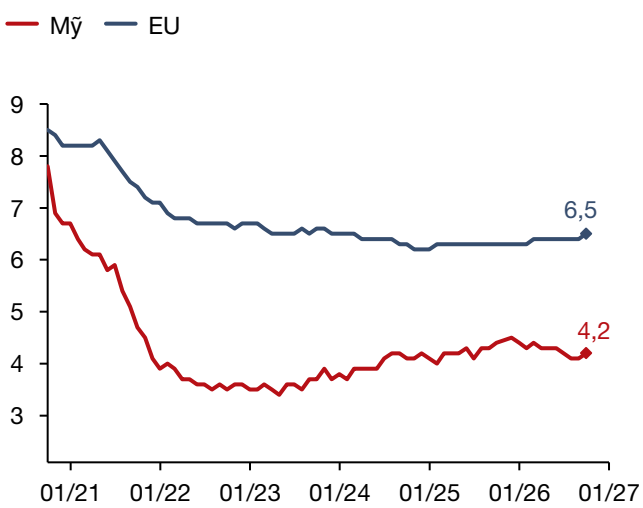
Phần 2

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

Việc mặt bằng giá năng lượng tiếp tục duy trì cao có thể khiến tiến trình đưa lạm phát về mục tiêu 2% của Fed và ECB trở nên chậm hơn. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng câu hỏi quan trọng đối với các ngân hàng trung ương là liệu cú sốc này có đủ lớn để làm lạm phát dai dẳng không, đặc biệt là lạm phát lõi. Tại Mỹ, lạm phát lõi (Core CPI) có xu hướng gia tăng trong các giai đoạn giá năng lượng leo thang nhưng cũng giảm trở lại khi giá dầu hạ nhiệt, hàm ý sự thay đổi thời gian vừa qua chủ yếu đến từ mức tăng/giảm của giá dầu. Trong khi đó, tại châu Âu, mối liên hệ giữa giá dầu và lạm phát lõi nhìn chung yếu hơn, khi Core CPI vẫn cho thấy xu hướng ổn định bất chấp các biến động lớn của thị trường năng lượng trong hơn 6 tháng vừa qua. Điều này đồng nghĩa FED và ECB nhiều khả năng sẽ cần thêm thời gian để đánh giá mức độ lan tỏa của giá năng lượng lên lạm phát lõi trước khi đưa ra các quyết định chính sách tiếp theo. Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, dù thời điểm và tốc độ có thể phụ thuộc đáng kể vào diễn biến của lạm phát năng lượng trong các tháng đầu năm, FED nhiều khả năng sẽ thực hiện khoảng 1-2 lần tăng lãi suất trong thời gian tới và sau đó chuyển sang trạng thái quan sát. Chúng tôi cũng cho rằng cả FED và ECB sẽ không vội đảo chiều sang nới lỏng chính sách. Với thị trường lao động vẫn duy trì trạng thái tương đối vững chắc tại Mỹ và châu Âu, 2 NHTW này có thể sẽ chưa phải chịu nhiều áp lực phải cắt giảm lãi suất nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Thay vào đó, họ có thêm dư địa để giữ lãi suất ở mức cao trong thời gian dài nhằm chờ thêm những bằng chứng rõ ràng cho thấy áp lực giá cả đã thực sự được kiểm soát trước khi bắt đầu chu kỳ nới lỏng tiếp theo.

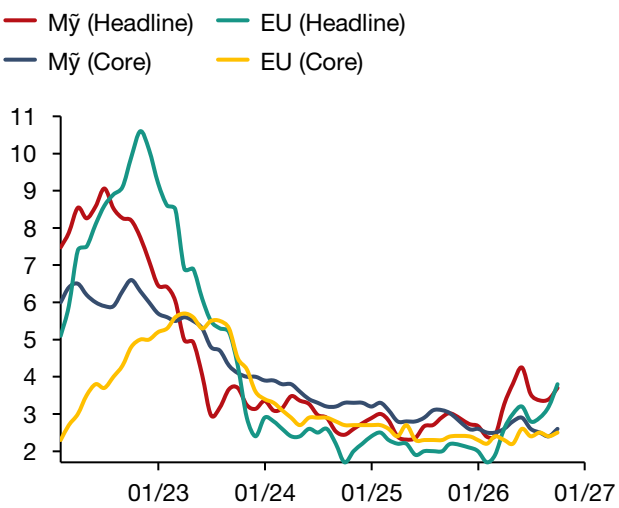
Hình 9: Thị trường lao động tại Mỹ và EU

Đơn vị: %, tỷ lệ thất nghiệp



Hình 10: Lạm phát tại Mỹ và EU

Đơn vị% YoY



Nguồn: Refnitiv, Morgan Stanley, FOMC, ECB, Phân tích của TCB CIBG Research

Phần 2

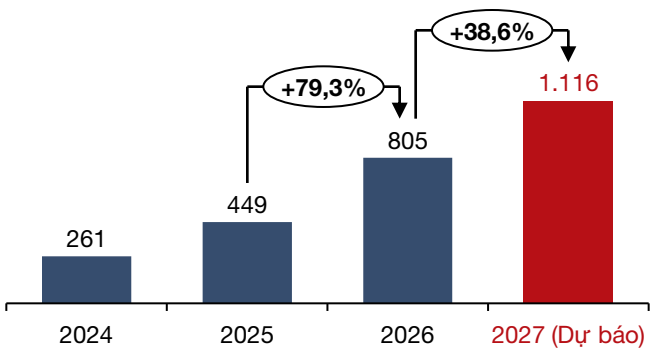
Kinh tế thế giới *(tiếp)*

Chủ đề #2: AI có thể tiếp tục là động lực chính cho tăng trưởng toàn cầu 2027 nhưng vẫn cần chú ý đến rủi ro chậm lại

AI nhiều khả năng vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chủ đạo của kinh tế toàn cầu trong năm 2027. Tuy nhiên, sau một năm bùng nổ, câu chuyện AI đang bước sang giai đoạn mà các rủi ro và thách thức bắt đầu trở nên đáng chú ý hơn với 3 yếu tố chính. ***Yếu tố thứ nhất, AI vẫn còn dư địa để hỗ trợ tăng trưởng*** khi nhu cầu đầu tư hạ tầng vẫn tiếp tục. Theo ước tính của Morgan Stanley, tổng chi tiêu vốn của nhóm hyperscaler (các doanh nghiệp sở hữu hạ tầng điện toán đám mây và AI quy mô lớn nhất thế giới) có thể đạt khoảng 1.116 tỷ USD trong năm 2027, tăng gần 39% so với mức 805 tỷ USD năm 2026 và gấp hơn 4 lần so với năm 2024, cho thấy các công ty công nghệ lớn vẫn đang chuẩn bị cho một chu kỳ mở rộng năng lực tính toán quy mô lớn thay vì bước vào giai đoạn cắt giảm đầu tư. Bên cạnh đó, các chỉ báo về nhu cầu sử dụng Data center vẫn tiếp tục tăng mạnh, thể hiện qua lượng token xử lý hàng tuần tăng hơn 16 lần trong vòng chưa đầy một năm, trong khi nhu cầu tính toán để phát triển các mô hình AI mới tăng gần gấp đôi trong 1 năm qua. Giải thích dễ hiểu, mỗi lần các doanh nghiệp huấn luyện mô hình AI hoặc người dùng "prompt" để AI xử lý vấn đề sẽ đều cần phải chạy trên máy chủ trong data center, nên mức tăng trong sử dụng AI sẽ chuyển thành nhu cầu xây thêm data center. Với tỷ lệ trống của các data center tại Mỹ chỉ còn khoảng 1%, thị trường vẫn cần thêm công suất mới để đáp ứng nhu cầu này, qua đó củng cố nhận định quan điểm của chúng tôi về việc chu kỳ đầu tư AI sẽ vẫn còn diễn ra trong năm 2027.

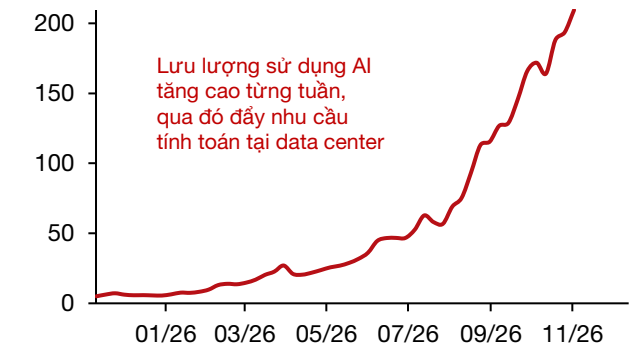
Hình 11: Dự báo chi tiêu vốn của các hyperscaler

Đơn vị: Tỷ USD, dữ liệu từ Morgan Stanley



Hình 12: Lượng token sử dụng theo tuần

Đơn vị: Triệu token, tổng hợp từ các mô hình AI[1]



Thứ hai, rủi ro chính sách có thể làm chậm tiến độ phát triển AI. Việc Đảng Dân chủ kiểm soát Quốc hội nhiều khả năng sẽ không làm đảo ngược chu kỳ đầu tư AI, nhưng có thể làm tăng chi phí triển khai hạ tầng khi xu hướng "data center tự trả tiền cho hạ tầng điện" nhận được sự ủng hộ từ cả hai đảng. Theo đó, thay vì một phần chi phí nâng cấp lưới điện được phân bổ

Nguồn: Refnitiv, Morgan Stanley, FOMC, ECB, Phân tích của TCB CIBG Research

cho toàn bộ người sử dụng điện như trước đây, các dự án data center quy mô lớn nhiều khả năng sẽ phải tự chi trả cho các khoản đầu tư phát điện, truyền tải và phân phối phục vụ riêng cho mình nhằm tránh việc các hộ gia đình và doanh nghiệp khác phải gánh chi phí phát sinh từ làn sóng đầu tư AI. Điều này đồng nghĩa tốc độ mở rộng công suất có thể chậm lại do chi phí cao hơn và quy trình giám sát chặt chẽ hơn. Dẫu vậy, chúng tôi cho rằng khả năng xuất hiện các biện pháp mang tính cấm đoán trên diện rộng là tương đối thấp khi cả Đảng Dân chủ lẫn Đảng Cộng hòa đều xem AI là lĩnh vực cạnh tranh chiến lược với Trung Quốc. Chiều ngược lại, việc khẳng định xu hướng này có thể bị đảo ngược thay vì bị chậm lại bởi chính sách là vẫn còn quá sớm và sẽ cần theo dõi thêm trong thời gian tới.

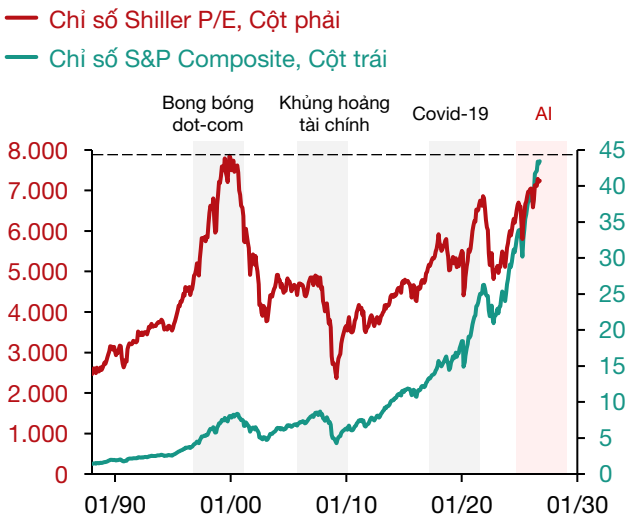
Hình 13: Chính sách của Mỹ cho data center

*Chính sách theo một số bang chọn lọc

Bang	Hành động
Texas	Dừng phê duyệt dự án mới đến khi có luật mới
Ohio	Tạm dừng dự án mới, trừ khi tự gánh chi phí hạ tầng điện
Arizona	Vẫn tiếp tục xây dựng nhưng cắt ưu đãi thuế cho các dự án mới
Oklahoma	Vẫn tiếp tục xây dựng nhưng yêu cầu tự xây nguồn điện riêng
Oregon	Dừng cấp đất, giấy phép môi trường đến giữa năm 2027
Georgia	Tạm dừng phê duyệt dự án mới trong 1–6 tháng
Illinois	Vẫn tiếp tục xây dựng nhưng cắt ưu đãi thuế cho các dự án mới
Wyoming	Vẫn tiếp tục xây dựng nhưng yêu cầu tự xây nguồn điện riêng

Hình 14: Chứng khoán Mỹ và định giá

Đơn vị: Điểm



Và yếu tố thứ ba, một trong những rủi ro lớn nhất cho toàn cầu, là định giá của các doanh nghiệp công nghệ đang ở mức cao khiến bong bóng AI ngày càng mong manh. Các dấu hiệu hiện nay cho thấy mức định giá của làn sóng AI đã lên vùng cao nhất kể từ bong bóng dot-com. Điều này thể hiện qua việc chỉ số Shiller P/E[1] của S&P 500 đã lên mức 40,7 lần vào tháng 10/2026, thuộc nhóm 5% cao nhất kể từ năm 1990 và chỉ còn cách đỉnh 44,2 lần của bong bóng dot-com khoảng 8%. Nói cách khác, phần lớn giá trị hiện nay không phản ánh những gì doanh nghiệp đang kiếm được, mà phản ánh những gì thị trường kỳ vọng họ sẽ kiếm được trong tương lai. Tuy

Ghi chú: 1: Các mô hình như GPT 6, Claude Opus, Deepseek,....
Nguồn: Refnitiv, OpenRouter, Morgan Stanley, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

nhiên, các số liệu tài chính gần đây cho thấy quá trình hiện thực hóa những kỳ vọng này đang trở nên khó khăn hơn. Trong quý gần nhất, chi đầu tư của nhóm Big Tech đã vượt tiền thu được từ hoạt động kinh doanh (khoảng 116%), khiến dòng tiền tự do âm 32 tỷ USD *(Dòng tiền tự do là phần tiền mặt còn lại sau khi trả chi phí và đầu tư. Khi con số này âm, doanh nghiệp phải vay nợ hoặc dùng tiền tích luỹ để tiếp tục chi tiêu).* Điều này cho thấy nhiều doanh nghiệp đang phải chi tiền cho AI nhanh hơn khả năng tạo ra tiền từ AI. Nói cách khác, doanh thu đang tăng nhưng chưa đủ nhanh để theo kịp tốc độ mở rộng hạ tầng và năng lực tính toán. Khoảng cách này hiện được bù đắp ngày càng nhiều bằng nợ vay. Quy mô trái phiếu do các doanh nghiệp liên quan đến AI phát hành từ đầu năm 2026 đã tăng mạnh, trong khi chi phí bảo hiểm rủi ro tín dụng của một số doanh nghiệp như Oracle hay CoreWeave cũng tăng lên mức rất cao. Đáng chú ý, mức độ đòn bẩy thực tế của làn sóng AI có thể lớn hơn nhiều so với những gì thể hiện trên báo cáo tài chính. Theo dữ liệu chúng tôi quan sát được, ngoài khoảng 590 tỷ USD nợ đã ghi nhận trên sổ sách, 5 Big Tech tại Mỹ còn gánh khoảng 3.300 tỷ USD nghĩa vụ ngoài bảng cân đối, gấp gần 6 lần số nợ hiện có. Đây là các khoản tiền đã cam kết chi nhưng chưa phải ghi nhận là nợ, như hợp đồng thuê data center chưa được bàn giao và hợp đồng mua chip, máy chủ sẽ thanh toán trong tương lai. Điều này cho thấy phần lớn công suất data center tương lai đang được xây dựng dựa trên kỳ vọng rằng nhu cầu AI sẽ tiếp tục tăng mạnh trong nhiều năm tới. Hàm ý là rủi ro của chu kỳ AI hiện không chỉ nằm ở số nợ đang được ghi nhận, mà còn nằm ở các cam kết đầu tư chưa được hiện thực hóa.. Nếu doanh thu AI tăng chậm hơn kỳ vọng hoặc khả năng huy động vốn suy yếu, áp lực tài chính có thể nhanh chóng lan từ các công ty phát triển mô hình sang các nhà vận hành data center, ngân hàng và các tổ chức tài trợ vốn cho hệ sinh thái AI. Đây cũng là lý do chúng tôi cho rằng tác động của một đợt điều chỉnh AI sẽ không chỉ dừng lại ở các doanh nghiệp công nghệ. Lợi nhuận doanh thu giảm kéo theo đầu tư vào data center, máy chủ và chip bán dẫn bị cắt giảm, từ đó nhu cầu nhập khẩu linh kiện điện tử của Mỹ cũng sẽ suy yếu theo. Từ dữ liệu lịch sử mà chúng tôi quan sát được, cú sốc tại thị trường chứng khoán Mỹ đã từng lan sang các nền kinh tế xuất khẩu thiết bị công nghệ. Hiện nay, mức độ phụ thuộc thậm chí còn lớn hơn, khi hàng máy móc và linh kiện điện tử chiếm ~83% xuất

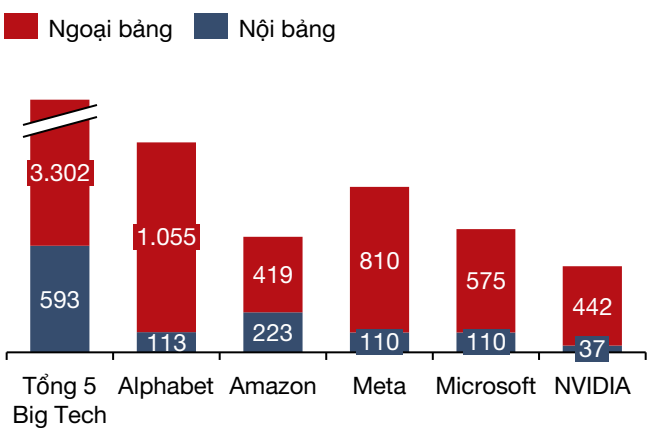
Ghi chú: 1: Đo mức độ đắt/rẻ của thị trường chứng khoán dựa trên lợi nhuận bình quân 10 năm; càng cao càng cho thấy nhà đầu tư đang đặt nhiều kỳ vọng vào tăng trưởng tương lai và rủi ro điều chỉnh càng lớn nếu kỳ vọng không thành hiện thực. **Nguồn:** Refinitiv, S&P Global, Bloomberg, Shiller, BCTC công ty, SEC, Phân tích của TCB CIBG Research

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

khẩu của Đài Loan, ~30% của Trung Quốc và ~30% của Việt Nam[1]. Nhìn chung, một đợt điều chỉnh mạnh của nhóm cổ phiếu AI có thể làm suy yếu hiệu ứng tài sản, khiến tiêu dùng tại Mỹ giảm tốc, đồng thời buộc doanh nghiệp cắt giảm đầu tư vào data center, chip và máy chủ. Tác động sau đó sẽ lan sang các nền kinh tế xuất khẩu điện tử tại châu Á thông qua kênh thương mại.

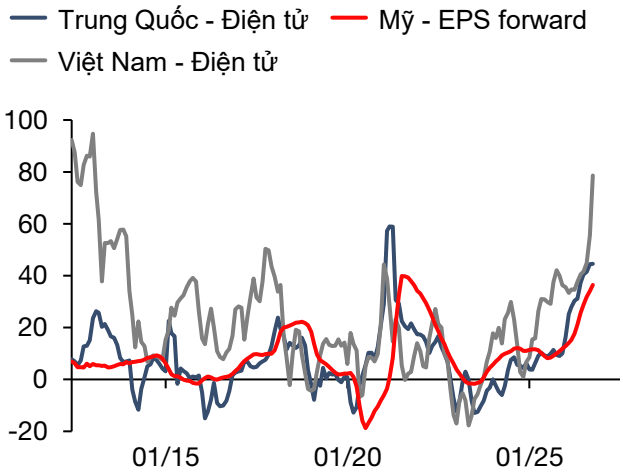
Hình 15: Nghĩa vụ tài chính của 1 số Big Tech Mỹ

Đơn vị: Tỷ USD, dữ liệu từ SEC và JPMorgan



Hình 16: Xuất khẩu của châu Á và cổ phiếu Mỹ

Đơn vị: % YoY, trung bình động 3 tháng



Chủ đề #3: Thuế quan có rủi ro bất định trở lại trong năm 2027

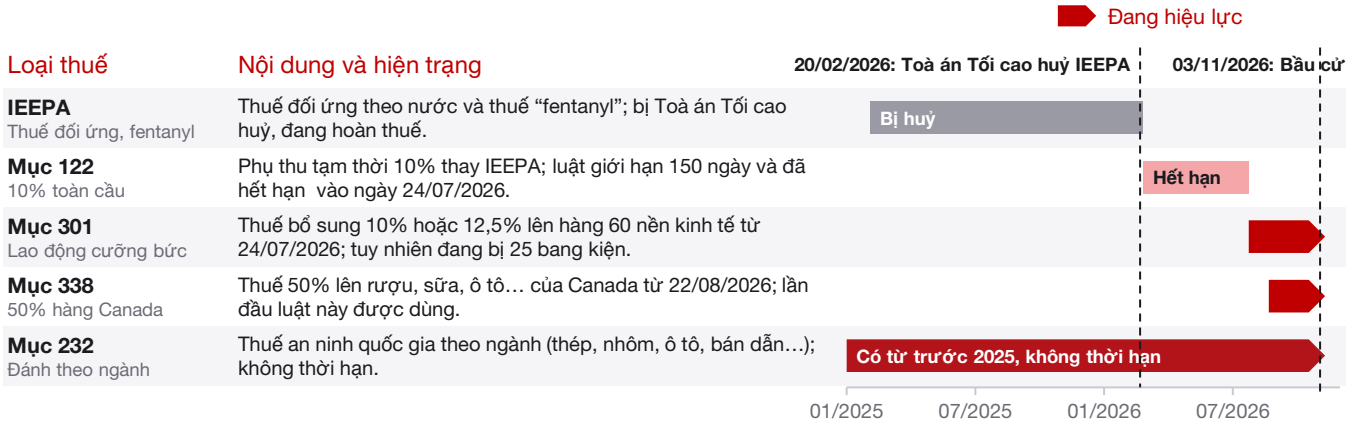
Nếu như dư địa mở rộng chiến tranh với Iran nhiều khả năng bị thu hẹp do sự kiểm soát của Quốc hội đối với ngân sách quốc phòng, thì thuế quan là lĩnh vực mà quyền hành pháp của Tổng thống vẫn tương đối lớn và khó bị hạn chế trong ngắn hạn. Điều này khiến khả năng Nhà Trắng có thể tiếp tục sử dụng thuế quan như một công cụ gây sức ép trong đàm phán thương mại và các quan hệ chính trị trong thời gian tới. Theo đó, khả năng Quốc hội do Đảng Dân chủ kiểm soát có thể đảo ngược các mức thuế hiện hành là tương đối hạn chế. Sau khi Tòa án Tối cao vô hiệu hóa cơ sở pháp lý IEEPA vào đầu năm 2026, chính quyền đã nhanh chóng chuyển sang các khuôn khổ pháp lý khác như Mục 232, Mục 301 và Mục 338. Khác với IEEPA, các cơ chế này gần như không có thủ tục bãi bỏ nhanh từ phía Quốc hội, trong khi việc sửa đổi hoặc hủy bỏ sẽ phải vượt qua cả ngưỡng 60 phiếu tại Thượng viện và quyền phủ quyết của Tổng thống. Lịch sử cũng cho thấy Quốc hội gặp nhiều khó khăn trong việc ngăn cản các chính sách thuế quan của ông Trump. Trong giai đoạn 2019-2026, chưa có trường hợp nào Quốc hội buộc Nhà Trắng phải hủy bỏ một chương trình thuế quan bằng con đường lập pháp. Ngay cả khi một biện pháp bị vô hiệu hóa, chính quyền thường nhanh

Ghi chú: 1: Lấy nhóm "máy tính và linh kiện điện tử" làm đại diện (Dữ liệu 10M2026).
Nguồn: Refinitiv, Bloomberg, SEC, JPMorgan Chase, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research

Kinh tế thế giới *(tiếp)*

chóng chuyển sang một cơ sở pháp lý khác để duy trì mặt bằng thuế. Do đó, rủi ro lớn nhất đối với thương mại toàn cầu trong năm 2027 không phải là các mức thuế hiện tại được giữ nguyên, mà là khả năng xuất hiện thêm các vòng thuế quan mới. Đặc biệt, cuộc điều tra theo Mục 301 liên quan đến "dư thừa công suất" đang được thị trường theo dõi sát sao do có thể trở thành cơ sở để áp thêm các mức thuế mới, phản ánh bất định thương mại nhiều khả năng sẽ trở lại thành chủ đề quan trọng với kinh tế toàn cầu năm 2027

Hình 17: Diễn biến thuế quan của Mỹ



Nguồn: Nhà Trắng, USTR, ABS, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Research

Phần 3

Kinh tế Việt Nam

Kinh tế Việt Nam năm 2027 được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng cao nhờ động lực dẫn dắt từ đầu tư, cùng sự hỗ trợ của xuất khẩu hưởng lợi từ nhu cầu đầu tư AI, dòng vốn FDI tích cực. Dù vậy, các rủi ro từ căng thẳng địa chính trị và chính sách thương mại toàn cầu vẫn cần được theo dõi. Chúng tôi dự báo lạm phát duy trì quanh mức 4%, tỷ giá USD/VND ổn định với xu hướng VND tăng giá nhẹ và lãi suất huy động đi ngang trong năm 2027

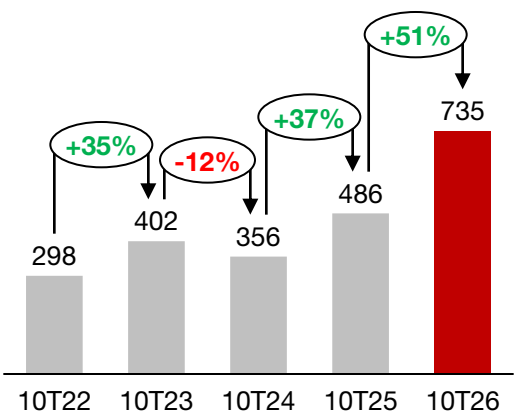
Bức tranh kinh tế 10 tháng đầu năm 2026 ghi nhận những tín hiệu tích cực, tạo nền tảng cho tăng trưởng trong Quý 4/2026 và năm 2027

Động lực 1: Đầu tư công và tư nhân

Đầu tư công tiếp tục được kỳ vọng là động lực dẫn dắt tăng trưởng kinh tế trong năm 2027. Trong 10 tháng đầu năm 2026 (10T26), giải ngân đầu tư công đạt 735 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 51% so với cùng kỳ (YoY), hoàn thành 66% kế hoạch Quốc hội đề ra. Bước sang những tháng cuối năm, vốn là giai đoạn cao điểm giải ngân theo yếu tố mùa vụ, giải ngân đầu tư công được kỳ vọng tiếp tục tăng tốc. Triển vọng này càng được củng cố nhờ các biện pháp tăng cường kỷ luật thực thi (Cơ chế chấm điểm giải ngân vốn đầu tư công chính thức áp dụng từ tháng 10/2026), cùng các giải pháp tháo gỡ khó khăn về nguồn cung vật liệu xây dựng (Quyết định số 2800/QĐ-BCT về điều phối nguồn vật liệu xây dựng). Sang năm 2027, Chính phủ tiếp tục đặt trọng tâm vào đầu tư phát triển khi tỷ trọng chi đầu tư phát triển trong tổng chi ngân sách dự kiến tăng lên 43% cao hơn đáng kể so với mức 35% của năm 2026.

Hình 18: Lũy kế giải ngân đầu tư công 10 tháng

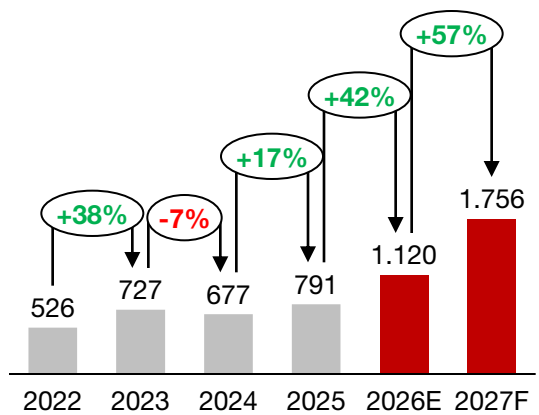
Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ



Thực hiện/ Kế hoạch	57%	55%	52%	61%	66%

Hình 19: Kế hoạch chi đầu tư phát triển các năm

Đơn vị: Nghìn tỷ VNĐ



Chi ĐTPT/ Chi NSNN	29%	35%	32%	31%	35%	43%

Nguồn: Cục Thống kê (NSO), Nghiên cứu báo chí

Phần 3

Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

Hình 20: Các động thái mới của Chính phủ nhằm thúc đẩy giải ngân đầu tư công

Quyết định 1129/QĐ-TTg: Khung KPI đánh giá giải ngân đầu tư công, Tháng 10/2026 triển khai chính thức

Cơ chế KPI thúc đẩy giải ngân	Cơ chế xử lý đối với đơn vị có điểm KPI thấp
• **Kết quả giải ngân so với mức bình quân cả nước (Trọng số 45%):** Đánh giá trên cơ sở kết quả cả năm • **Tiến độ giải ngân so với kế hoạch đăng ký (Trọng số 45%):** Đánh giá theo tháng và quý. • **Tuân thủ chế độ báo cáo (Trọng số 10%):** Đánh giá tính kịp thời và độ chính xác của báo cáo.	• **Điều chuyển/ cắt giảm vốn**: Chuyển vốn khỏi các dự án giải ngân chậm và có thể giảm phân bổ vốn trong tương lai • **Nâng cao trách nhiệm cá nhân**: Điểm KPI thấp ảnh hưởng đến đánh giá cán bộ, có thể dẫn đến điều chuyển/ miễn nhiệm • **Chế tài với nhà thầu**: Phạt hợp đồng, yêu cầu bồi thường thiệt hại, chấm dứt hợp đồng và thay thế các nhà thầu yếu kém

Đầu tư tư nhân đóng vai trò ngày càng quan trọng trong giai đoạn tăng trưởng mới của nền kinh tế. Theo kỳ vọng của chúng tôi, đầu tư tư nhân giai đoạn 2026–2030 có thể duy trì mức tăng trưởng cao, trung bình khoảng 16% với trọng điểm là các dự án hạ tầng giao thông, năng lượng, sân bay và cảng biển. Đây cũng là những lĩnh vực có khả năng tạo hiệu ứng lan tỏa lớn thông qua việc cải thiện kết nối vùng, nâng cao năng lực logistics và tăng sức cạnh tranh của nền kinh tế. Riêng trong giai đoạn 2026–2027, các dự án trọng điểm quốc gia có thể tạo thêm nhu cầu tín dụng tương đương khoảng 2,5-3% tăng trưởng tín dụng mỗi năm. Nhu cầu vốn đầu tư gia tăng nhanh như vậy khiến việc phụ thuộc chủ yếu vào hệ thống ngân hàng có thể tạo áp lực lên khả năng cung ứng vốn của nền kinh tế. Trước bối cảnh đó, việc mở rộng tiếp cận các nguồn vốn quốc tế được xem là kênh bổ sung quan trọng nhằm hỗ trợ khu vực tư nhân triển khai các dự án quy mô lớn. Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 2184/QĐ-TTg ngày 11/11/2026, nâng hạn mức vay thương mại nước ngoài trung và dài hạn theo phương thức tự vay, tự trả của doanh nghiệp, tổ chức tín dụng lên tối đa 10 tỷ USD/năm, từ mức khoảng 6,1 tỷ USD trước đó. Đồng thời, tốc độ tăng dư nợ nước ngoài ngắn hạn tối đa được điều chỉnh lên 27%, so với mức 19–20% trước đây, qua đó tạo điều kiện thuận lợi hơn cho việc huy động vốn của doanh nghiệp.

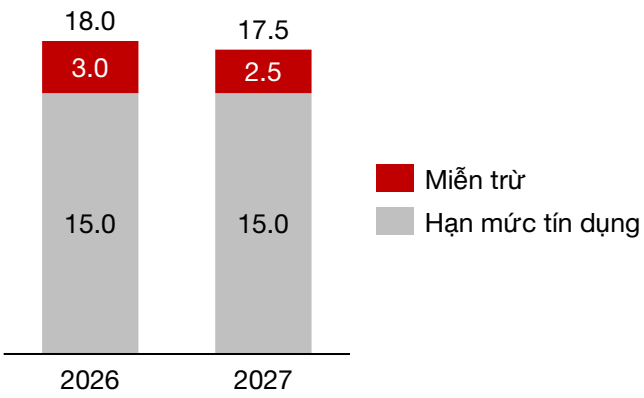
Nguồn: NSO, Ước tính của TCB CIBG Market Research

Phần 3

Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

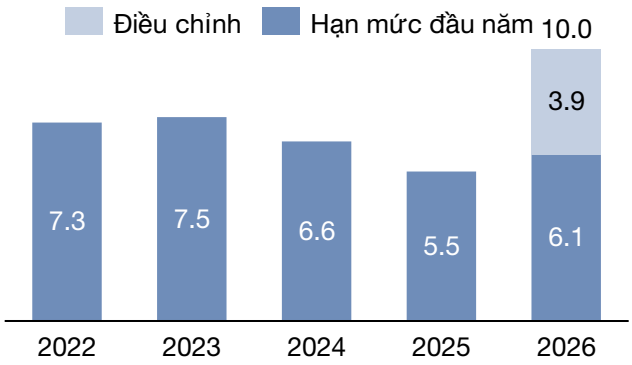
Hình 21: Tổng tăng trưởng tín dụng bao gồm phần miễn trừ của các dự án trọng điểm quốc gia

Đơn vị: %



Hình 22: Hạn mức vay ròng ngoại tệ trung dài hạn

Đơn vị: Tỷ USD, hình thức tự vay tự trả không được Chính phủ bảo lãnh



<u>Động lực 2:</u> Dòng vốn FDI được kỳ vọng tiếp tục duy trì tích cực trong 2027, đóng vai trò quan trọng đối với tăng trưởng sản xuất và xuất khẩu của Việt Nam

Tổng vốn FDI đăng ký mới và điều chỉnh lũy kế 10 tháng đầu năm tăng 79% YoY, trong đó vốn đăng ký mới tăng 118%. Đà tăng mạnh của vốn đăng ký cho thấy Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn của dòng vốn quốc tế trong bối cảnh các doanh nghiệp toàn cầu đẩy mạnh đa dạng hóa chuỗi cung ứng. Bên cạnh đó, vốn FDI giải ngân duy trì mức tăng trưởng tích cực 13% trong 10 tháng đầu năm, phản ánh các cam kết đầu tư đang dần được hiện thực hóa và chuyển thành năng lực sản xuất thực tế. Đáng chú ý, chất lượng dòng vốn FDI đang có xu hướng cải thiện, khi ngày càng nhiều các dự án mới xuất hiện trong các lĩnh vực điện tử, trung tâm dữ liệu, năng lượng và logistics. Điều này cho thấy dòng vốn FDI đang dịch chuyển theo hướng chất lượng cao hơn.

Triển vọng FDI năm 2027 tiếp tục được hỗ trợ bởi quá trình nâng cấp hạ tầng và khả năng kết nối của nền kinh tế. Việc đẩy mạnh đầu tư vào giao thông, năng lượng và logistics được kỳ vọng sẽ cải thiện môi trường sản xuất, giảm chi phí vận hành và tăng sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư quốc tế. Đồng thời, nhu cầu toàn cầu đối với các sản phẩm điện tử và hạ tầng phục vụ AI có thể tiếp tục thúc đẩy các tập đoàn công nghệ mở rộng hiện diện tại Việt Nam, qua đó hỗ trợ dòng vốn FDI duy trì đà tăng trưởng tích cực trong thời gian tới.

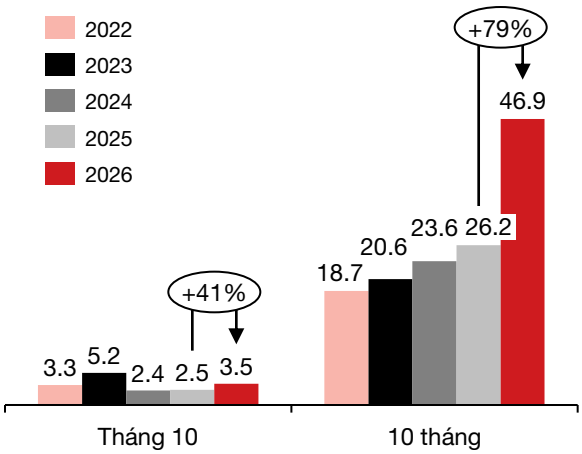
Nguồn: GSO, Tổng cục Hải quan, Báo chí, Ước tính của TCB CIBG Market Research

Phần 3

Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

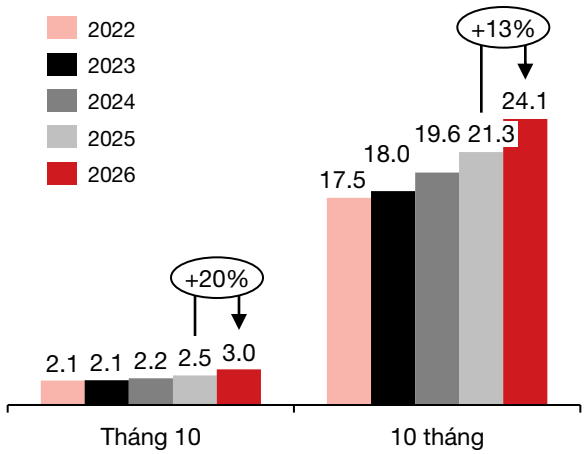
Hình 23: Tổng FDI đăng ký mới và điều chỉnh

Đơn vị: Tỷ USD, dữ liệu so sánh từng năm



Hình 24: Giải ngân FDI

Đơn vị: Tỷ USD, dữ liệu so sánh từng năm



Hình 25: Một số dự án FDI tiêu biểu 10 tháng 2026

Dự án	Vốn (Tỷ USD)	Ngành	Loại
Cảng trung chuyển Cần Giờ	4.9	Hạ tầng (Cảng)	ĐK mới
Samsung Semi kiểm thử chip nhớ	4,1	Bán dẫn	ĐK mới
Nhà Bè Metrocity	2.2	Bất động sản	ĐK mới
LNG Quỳnh Lập	2.2	Hạ tầng (Điện)	Điều chỉnh
Trung tâm dữ liệu AI Tân Phú	2.1	Hạ tầng (Data Center)	ĐK mới
Samsung Electro-Mechanics đóng gói bán dẫn	1.8	Bán dẫn	ĐK mới
Haryanto Sudarno Kusuma (Indonesia) góp vốn CTCP Đầu tư và Tài chính VLD	1.7	Tài chính	Góp vốn mua cổ phần
Khu phức hợp 2a Thủ thiêm	1.2	Bất động sản	ĐK mới
Trung tâm dữ liệu Evolution DC	0.5	Hạ tầng (Data Center)	ĐK mới
Starmason	0.5	Hạ tầng (Data Center)	ĐK mới
Seojin Việt Nam	0.45	Thiết bị Điện tử	Điều chỉnh
Vật liệu pin Posco	0.4	Vật liệu pin	ĐK mới
Sản xuất thép Singvin	0.38	Kim loại (thép)	ĐK mới
Sản xuất vải Future Textile	0.35	Dệt may	Điều chỉnh
Tiktok Shop Việt Nam	0.13	Thông tin & Truyền thông	ĐK mới
Công nghệ chế biến Techtronic	0.08	Thiết bị Điện tử	ĐK mới

<u>Động lực 3:</u> Xuất khẩu được kỳ vọng tiếp tục duy trì tăng trưởng hai chữ số trong năm 2027 nhờ nhu cầu đầu tư toàn cầu vào hạ tầng AI và trung tâm dữ liệu, dù các rủi ro từ chính sách thương mại vẫn cần được theo dõi chặt chẽ

Sự bùng nổ của đầu tư vào AI trên thế giới được dự báo tiếp tục hỗ trợ nhu cầu đối với máy móc, thiết bị và sản phẩm điện tử, những nhóm hàng chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu xuất khẩu của Việt Nam. Tín hiệu tích cực cũng phần nào được phản ánh qua diễn biến thương mại gần đây khi xuất khẩu tăng tốc trong hai tháng gần nhất, giúp cán cân …

Nguồn: GSO, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Market Research

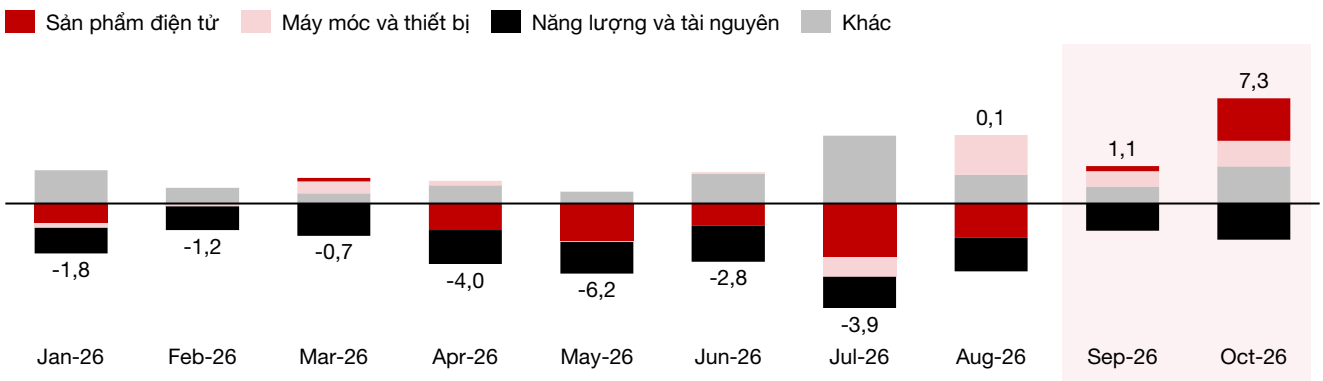
Phần 3

Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

… thương mại hàng hóa tháng 10 ghi nhận xuất siêu 7,3 tỷ USD và thu hẹp nhập siêu lũy kế 10 tháng xuống còn 12,1 tỷ USD. Diễn biến này tiếp tục phản ánh sự cải thiện của xuất khẩu điện tử về cả sản lượng và đơn giá mà chúng tôi từng phân tích trong ấn phẩm tháng 10/2026. Tuy nhiên, triển vọng xuất khẩu vẫn đối mặt với một số thách thức. Khảo sát PMI của S&P Global cho thấy đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục suy giảm, phản ánh sự thiếu chắc chắn của nhu cầu bên ngoài. Bên cạnh đó, rủi ro từ chính sách thương mại của Mỹ vẫn hiện hữu: USTR gia hạn thời gian đưa ra kết luận đối với cuộc điều tra Điều 301 liên quan đến vấn đề sở hữu trí tuệ tại Việt Nam đến 28/02/2027. Dù động thái này giúp kéo dài thời gian đánh giá và đối thoại chính sách, khả năng áp dụng các biện pháp thương mại bổ sung vẫn chưa hoàn toàn được loại bỏ. Các cuộc điều tra thương mại khác vẫn đang được tiến hành và đây là yếu tố mà chúng tôi tiếp tục theo dõi sát trong thời gian tới.

Hình 26: Cơ cấu cán cân thương mại tháng theo sản phẩm

Đơn vị: Tỷ USD



Hình 27: Rủi ro thương mại từ Mỹ vẫn hiện hữu

	Điều 201	Điều 232	Điều 301	Điều 338
Phạm vi	Theo sản phẩm	Theo sản phẩm	Theo quốc gia	Theo quốc gia
Thời hạn/mức	4 - 8 năm	Không có	Không có	Tối đa 50%
Yêu cầu	Điều tra	Điều tra	Điều tra	Không
Lịch sử áp	Pin mặt trời	Thép, nhôm	60+ nước	Canada

Do cần thêm thời gian đánh giá, Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR) đã thông báo lùi thời hạn đưa ra kết luận cuối cùng về vấn đề sở hữu trí tuệ tại Việt Nam sang tháng 2/2027. Bên cạnh đó, vấn đề dư thừa công suất có thời hạn ra kết luận là 3/2027.

➢ *Giai đoạn đầu 2027 sẽ vô cùng quan trọng với triển vọng thương mại của Việt Nam*

Nguồn: GSO, Tổng cục Hải quan, Báo chí, Phân tích của TCB CIBG Market Research

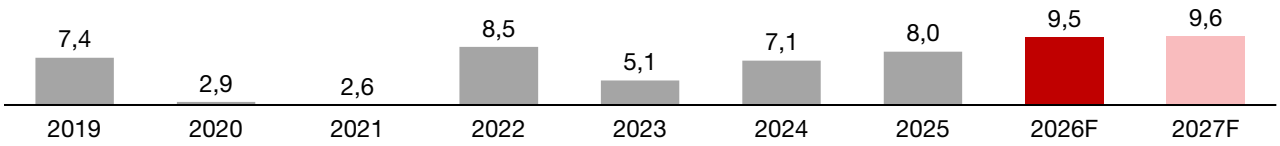
Phần 3

Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2027 ở mức 9,6%

Sự cộng hưởng giữa các động lực đầu tư, FDI và xuất khẩu được kỳ vọng sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong năm 2027. Đầu tư công và đầu tư tư nhân nhiều khả năng đóng vai trò dẫn dắt, trong khi xuất khẩu và FDI tiếp tục hưởng lợi từ làn sóng đầu tư toàn cầu vào công nghệ, AI và quá trình tái cấu trúc chuỗi cung ứng. Dù vậy, các rủi ro từ môi trường kinh tế bên ngoài và chính sách thương mại toàn cầu vẫn có thể ảnh hưởng đến triển vọng tăng trưởng. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi dự báo tăng trưởng kinh tế Việt Nam đạt khoảng 9,6% trong năm 2027.

Hình 28: Tăng trưởng GDP theo năm



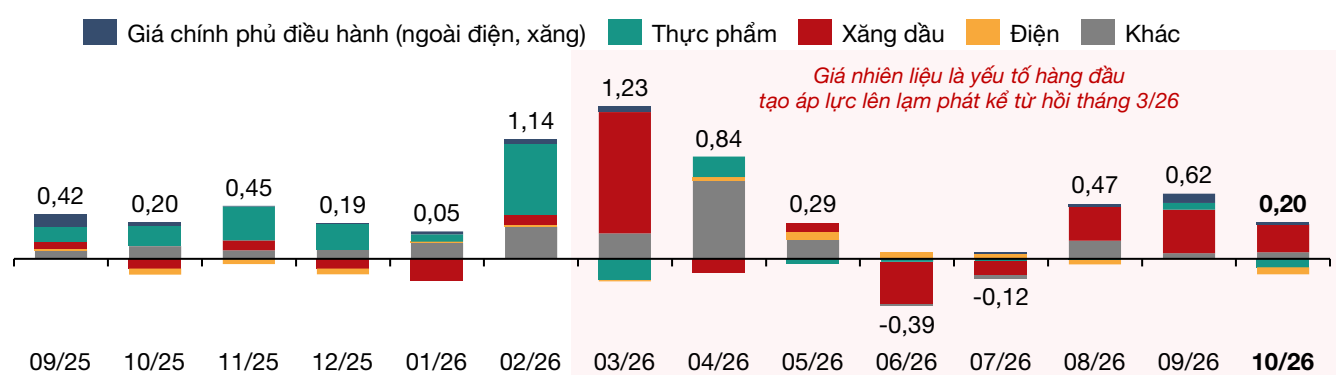
Dự báo lạm phát 2027 ổn định quanh mức 4%

Lạm phát năm 2026 được kỳ vọng duy trì ổn định quanh mức mục tiêu 4,5%, dù áp lực giá cả vẫn hiện hữu trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng cao. CPI bình quân 10 tháng đầu năm 2026 tăng 4,57% so với cùng kỳ, trong khi lạm phát cơ bản tăng 4,24%. Riêng tháng 10, CPI tăng 5,09% YoY, cho thấy áp lực từ chi phí đầu vào và giá năng lượng vẫn chưa hoàn toàn hạ nhiệt.

Tuy nhiên, các biện pháp điều hành giá và chính sách tài khóa được kỳ vọng sẽ góp phần kiềm chế đà tăng giá trong ngắn hạn. Việc điều chỉnh giảm giá điện 2% từ ngày 01/11/2026 và kéo dài chính sách miễn thuế tiêu thụ đặc biệt đối với xăng đến hết tháng 3/2027 có thể giúp giảm chi phí sản xuất và sinh hoạt, qua đó hạn chế tác động lan tỏa của giá năng lượng tới mặt bằng giá chung. Nhìn chung, chúng tôi dự báo lạm phát bình quân năm 2027 ở mức quanh 4%.

Hình 29: Đóng góp vào mức tăng CPI hàng tháng

Đơn vị: %



Nguồn: GSO, Ước tính của TCB CIBG Market Research

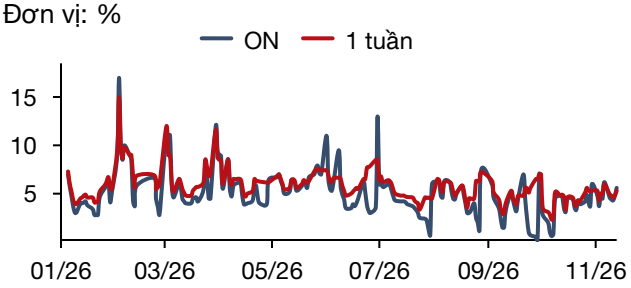
Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

Thanh khoản hệ thống cải thiện, tạo điều kiện hỗ trợ mặt bằng lãi suất huy động giảm

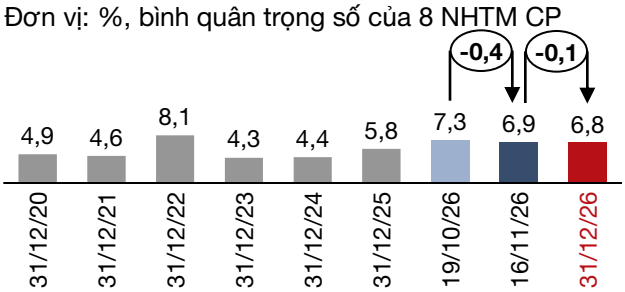
Trong ngắn hạn, thanh khoản hệ thống vẫn khá dồi dào, với lãi suất ngắn hạn các kỳ qua đêm và 1 tuần ở quanh vùng 5.x. Trong khi đó, lãi suất các kỳ hạn dài từ 2-3 tháng vẫn còn ở mức khá cao, khoảng 7.x, phản ánh tâm lý thận trọng của các ngân hàng với triển vọng thanh khoản thời gian tới, khi nhu cầu tín dụng tăng mạnh theo yếu tố mùa vụ cuối năm, cùng áp lực thu thuế đến hạn. Trước tình hình đó, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã chủ động bổ sung thanh khoản trước giai đoạn cao điểm bằng cách triển khai nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ (swap) kỳ hạn 6 tháng (182 ngày) với quy mô tính đến ngày báo cáo khoảng 2 tỷ USD, tương đương khoảng 50 nghìn tỷ VNĐ được bổ sung cho thanh khoản hệ thống. Kỳ hạn tương đối dài của nghiệp vụ swap lần này cho thấy NHNN không chỉ hướng đến xử lý nhu cầu thanh khoản ngắn hạn mà còn muốn hỗ trợ các tổ chức tín dụng chủ động chuẩn bị nguồn vốn cho giai đoạn cuối năm và đầu năm sau.

Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động sẽ hạ nhiệt, giảm khoảng 0,5 điểm % trong những tháng cuối 2026, sau đó đi ngang trong 2027. Trước bối cảnh mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao thời gian qua, từ giữa tháng 10, NHNN đã yêu cầu các ngân hàng giảm tối thiểu 0,5 điểm % lãi suất tiền gửi kỳ hạn từ 6 tháng và 1,5-2 điểm % lãi suất cho vay đối với các lĩnh vực ưu tiên. Thực tế, theo ước tính của chúng tôi, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 6 tháng của nhóm G8* tính tới ngày 16/11 đã giảm khoảng 40 điểm cơ bản (bps) so với thời điểm giữa tháng 10. Bên cạnh đó, từ ngày 11/11, NHNN triển khai mua USD giao ngay định kỳ thứ 2 & thứ 4 hàng tuần tại mức giá 25.500 VNĐ. Nếu NHNN mua được ngoại tệ với mức giá này và bơm thêm thanh khoản VNĐ ra thị trường trong thời gian tới, điều này có thể tạo ra một động lực tích cực, hỗ trợ lãi suất giảm đáng kể theo định hướng của Chính phủ và NHNN.

Hình 30: Lãi suất liên ngân hàng



Hình 31: Lãi suất huy động 6T của G8*



Nguồn: GSO, Ngân hàng nhà nước (SBV), Phân tích của TCB CIBG Research
Ghi chú: G8* bao gồm TCB, MBB, VPB, VIB, TPB, ACB, STB, MSB

Kinh tế Việt Nam *(tiếp)*

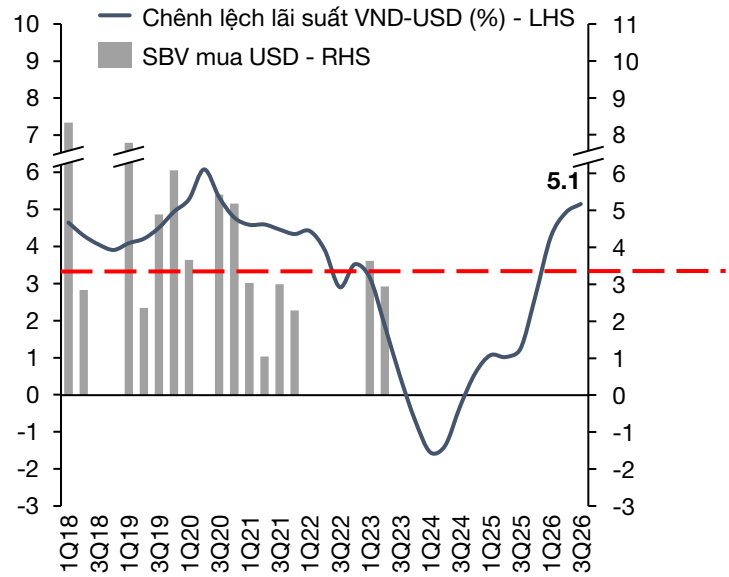
Tỷ giá USD/VND dự báo duy trì ổn định

Chúng tôi kỳ vọng tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục duy trì trạng thái ổn định tương đối trong phần còn lại của 2026, dao động quanh vùng 25.600 từ nay đến cuối năm, nhờ nhiều yếu tố hỗ trợ. ***Thứ nhất,*** chênh lệch lãi suất giữa VND và USD được kỳ vọng tiếp tục duy trì ở mức trên 3 điểm phần trăm, tiếp tục khuyến khích dòng vốn ngoại tệ vào Việt Nam và tạo điều kiện để NHNN gia tăng dự trữ ngoại hối. ***Thứ hai,*** việc mở rộng khả năng huy động vốn quốc tế cho các dự án hạ tầng trọng điểm, cùng với dòng vốn FDI và kiều hối thường gia tăng vào thời điểm cuối năm, được kỳ vọng sẽ bổ sung đáng kể nguồn cung ngoại tệ cho nền kinh tế.

Bước sang năm 2027, hoạt động xuất khẩu, giải ngân FDI và khả năng tiếp cận các nguồn vốn quốc tế tiếp tục là những yếu tố hỗ trợ quan trọng đối với diễn biến tỷ giá. Trong bối cảnh đó, chúng tôi dự báo tỷ giá USD/VND bình quân năm 2027 giảm khoảng 1,51% so với năm 2026 trong kịch bản cơ sở. Tuy nhiên, dư địa lên giá của VND có thể bị hạn chế nếu mặt bằng lãi suất trong nước tiếp tục giảm hoặc Fed duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt lâu hơn kỳ vọng.

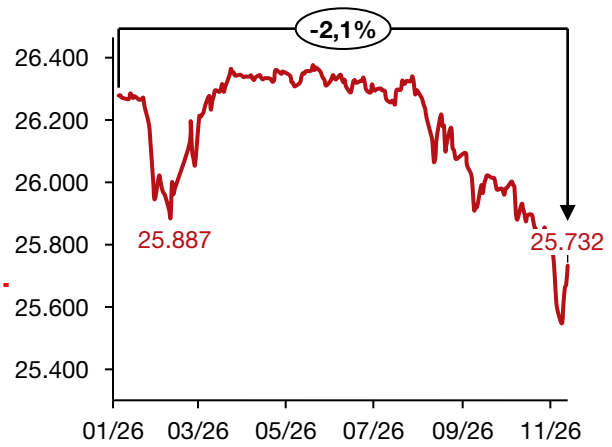
Hình 32: Chênh lệch LS VNĐ-USD

Đơn vị: %



Hình 33: Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng

Đơn vị: %



Nguồn: GSO, Refinitiv, Ước tính của TCB CIBG Market Research

Phần 4

Phụ lục

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

Chỉ báo	Quốc gia	Đơn vị	2025	2025			2026									
				10	11	12	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
Tăng trưởng GDP thực	Mỹ	%, YoY, hàng quý	**2,1**			2,0			2,7			1,5				
	EU	%, YoY, hàng quý	**1,4**			0,8			0,6			1,0				
	Trung Quốc	%, YoY, hàng quý	**5,0**			4,5			5,0			4,3				
	Nhật Bản	%, YoY, hàng quý				0,1						1,1				
CPI	Mỹ	%, YoY, hàng tháng	**2,7**		2,7	2,7	2,4	2,4	3,3	3,8	4,2	3,5	3,4	3,4		
	EU	%, YoY, hàng tháng	**2,1**	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9	2,6	3,0	3.2	2,8	2,9	3,3		
	Trung Quốc	%, YoY, hàng tháng	**0,1**	0,2	0,7	0,8	0,2	1,3	1,0	1,2	1,2	1,0	0,5	0,8		
	Nhật Bản	%, YoY, hàng tháng	**3,2**	3,0	2,9	2,1	1,5	1,3	1,5	1,4	1,5	1,7				
Lãi suất chính sách Fed		%, cuối tháng	**3,75**	4,00	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	4,00	4,00
DXY		Chỉ số, trung bình hàng tháng	**100,8**	98,8	99,7	98,6	98,3	97,4	99,5	98,8	98.7	100,3	100,9	99,4	101,5	102,2
USDCNY		Chỉ số, trung bình hàng tháng	**7,2**	7,12	7,11	7,04	6,97	6,91	6,89	6,84	6,80	6,78	6,78	6,74	6,71	6,7
Lãi suất TPCP Mỹ 10 năm		%, trung bình hàng tháng	**4,3**	4,05	4,09	4,14	4,21	4,12	4,25	4,31	4,48	4,47	4,55	4,68	4,97	5,1
Giá dầu WTI		USD/thùng, trung bình hàng tháng	**64,7**	60,1	59,5	57,9	60,3	64,5	91,0	98,67	98,51	81,79	79,22	82,45	95,69	96,94

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

Chỉ báo	Đơn vị	2025	2025			2026									Dự báo	
			10	11	12	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	2026	2027
Tăng trưởng GDP thực	%, hàng quý, YoY	**8,0**	-	-	8,46	-	-	7.94	-	-	8,39					9,50	9,60
IIP	%, hàng tháng, YoY	**9,23**	10,44	10,76	10,10	21,5	0,60	7,20	9,30	10,14	12,87	15,36	13,50	14,17	14,98	-	-
Lạm phát	%, hàng tháng, YoY	**3,3**	3,25	3,58	3,48	2,53	3,35	4,65	5,46	5,60	4,79	4,45	4,89	5,08	5,09	4,52	3,90
Tổng mức bán lẻ	%, hàng tháng, YoY	**9,2**	7,2	7,1	9,8	9,3	9,3	12,1	12,1	11,8	14,8	14,5	14,9	14,12	14,74	-	-
FDI đăng ký	tỷ USD, hàng tháng	**31,4**	2,5	1,4	3,8	2,4	3,2	7,0	2,7	5,3	7,8	3,0	2,5	9,5	3,5	-	-
FDI giải ngân	tỷ USD, hàng tháng	**27,6**	2,5	2,3	4,0	1,7	1,1	2,2	2,0	2,4	3,3	2,2	2,1	3,8	3,0	-	-
Xuất khẩu	tỷ USD, hàng tháng	**475,0**	42,3	39,1	44,9	43,2	33,2	46,6	45,6	47,1	50,9	53,0	55,3	59,5	64,9	-	-
Nhập khẩu	tỷ USD, hàng tháng	**455,0**	39,5	38,2	45,4	45,0	34,4	47,2	49,1	53,8	53,7	56,9	55,2	58,4	57,6	-	-
Cán cân thương mại	tỷ USD, hàng tháng	**20,0**	2,7	1,0	-0,5	-1,8	-1,2	-0,7	-3,5	-6,7	-2,8	-3,9	-0,1	1,0	7,3	-	-
Tăng trưởng huy động	%, YTD	-	-	-	-	-0,1	-0,5	0,6	1,9	3,1	5,8	6,1				16,4	17,5
Tăng trưởng tín dụng	%, YTD	**19,0**	15,3	16,9	19,1	1,2	1,3	3,2	4,6	6,0	8,4	9,0	10,2			18,0	16,5
Lợi suất TPCP 10 năm	%, trung bình hàng tháng	**3,4**	3,73	3,85	3,98	4,09	4,10	4,19	4,23	4,25	4,36	4,40	4,43	4,46	4,46	4,33	4,40
Lãi suất liên ngân hàng 1W	%, trung bình hàng tháng	**4,9**	5,2	5,6	7,2	5,1	8,1	7,0	6,3	6,5	6,5	5,0	5,5	4,9	4,4	5,8	5,0
Lãi suất huy động 6 tháng*	%, trung bình hàng tháng	**4,7**	4,7	4,9	5,5	6,0	6,0	6,8	6,7	6,8	6,9	7,0	7,1	7,2	7,2	6,6	6,6
USDVND	trung bình hàng tháng	**26.027**	26.347	26.349	26.332	26.219	26.014	26.291	26.337	26.340	26.321	26.296	26.157	25.991	25.895	26.095	25.700

Ghi chú: (*) Bình quân gia quyền của 8 ngân hàng: TCB, MBB, VPB, VIB, TPB, ACB, STB, MSB
Nguồn: Tổng cục Thống kê, Tổng cục Hải quan, Refinitiv, Ngân hàng Nhà nước, VBMA, Phân tích của TCB CIBG Research

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

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

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

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

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

TECHCOMBANK
Địa chỉ: 6 Quang Trung, P. Cửa Nam, Hà Nội
Email: Tckh.ptkt@techcombank.com.vn
Website: https://techcombank.com/thong-tin/nghien-cuu