

KINH NGHIỆM QUỐC TẾ VỀ XÂY DỰNG VÀ ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TÀI KHÓA, TIỀN TỆ NHẪM NÂNG CAO NĂNG LỰC CHỐNG CHỊU CỦA NỀN KINH TẾ VÀ HÀM Ý CHO VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Trần Minh Trí

Viện Kinh tế Việt Nam và Thế giới
Viện Hàn lâm Khoa học Xã hội Việt Nam

Tóm tắt: *Nền kinh tế toàn cầu đang phải đối mặt với nhiều cú sốc bất ngờ và khó đoán, từ đại dịch COVID-19, căng thẳng địa chính trị, phân mảnh chuỗi cung ứng đến leo thang căng thẳng thương mại và biến đổi khí hậu, năng lực chống chịu của nền kinh tế (economic resilience) đang ngày càng trở thành mục tiêu quan tâm hàng đầu của các quốc gia. Bài viết phân tích các thực tiễn về năng lực chống chịu kinh tế của hai nền kinh tế châu Á tiêu biểu gồm Singapore và Hàn Quốc trong việc xây dựng và điều hành các chính sách tài khóa, tiền tệ, an toàn vĩ mô và cải cách cơ cấu nhằm nâng cao năng lực chống chịu trước các cú sốc ngoại sinh và nội sinh. Bài cũng tập trung phân tích những khoảng trống và điểm yếu cơ cấu trong năng lực chống chịu của nền kinh tế Việt Nam, đặt trong bối cảnh phép thử thực tế từ các biện pháp thuế quan của Mỹ trong năm 2026 (bao gồm việc Tòa án Tối cao Mỹ vô hiệu hóa thuế quan theo Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế, IEEPA, thuế quan tạm thời theo Mục 122 và ba cuộc điều tra theo Mục 301 của Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ nhằm vào Việt Nam), từ đó rút ra các hàm ý chính sách cụ thể nhằm khắc phục những hạn chế cơ cấu còn tồn tại, phù hợp với thực tiễn phát triển hiện tại của Việt Nam.*

Từ khóa: *Năng lực chống chịu kinh tế, chính sách tài khóa, chính sách tiền tệ, cải cách cơ cấu, kinh nghiệm quốc tế, thuế quan Mỹ.*

1. Đặt vấn đề

Khái niệm "năng lực chống chịu kinh tế" (economic resilience) hiện đã chuyển hóa từ một khái niệm học thuật thành ưu tiên chính sách hàng đầu tại nhiều quốc gia. Không còn dừng lại ở câu hỏi làm thế nào để tăng trưởng nhanh hơn, giới hoạch định chính sách ngày nay đặt câu hỏi căn bản hơn: làm thế nào

để nền kinh tế có thể hấp thụ cú sốc, duy trì hoạt động và phục hồi bền vững sau khủng hoảng?

Việt Nam là nền kinh tế có độ mở cao, với kim ngạch xuất nhập khẩu vượt 200% GDP trong nhiều năm liên tiếp, đồng thời đang trong giai đoạn hội nhập sâu rộng hơn vào chuỗi cung ứng khu vực và toàn cầu. Điều này mang lại nhiều cơ hội nhưng đồng thời tạo ra tính dễ tổn thương đáng kể trước các cú sốc bên ngoài. Trong bối cảnh mới với những áp lực từ thuế quan của Mỹ, sự dịch chuyển chuỗi cung ứng và yêu cầu chuyển đổi xanh ngày càng tăng, việc nghiên cứu kinh nghiệm quốc tế để nâng cao năng lực chống chịu của nền kinh tế Việt Nam mang ý nghĩa cấp thiết cả về lý luận lẫn thực tiễn.

Diễn biến mới nhất trong năm 2026 đã biến năng lực chống chịu của Việt Nam từ một vấn đề lý luận thành một phép thử thực tế. Ngày 20/2/2026, Tòa án Tối cao Mỹ ra phán quyết với tỷ lệ 6-3 rằng Tổng thống Mỹ không có thẩm quyền áp thuế quan theo Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế (IEEPA), qua đó vô hiệu hóa toàn bộ hệ thống thuế quan “đối ứng” đã áp dụng từ năm 2025 (Holland & Knight, 2026). Ngay trong ngày, Chính quyền Mỹ chuyển sang sử dụng Mục 122 của Đạo luật Thương mại 1974 để áp thuế quan tạm thời 10% trên toàn cầu, sau đó tuyên bố nâng lên 15% (mức tối đa cho phép trong thời hạn 150 ngày), trong khi Văn phòng Đại diện Thương mại Mỹ (USTR) đồng thời khởi động một loạt cuộc điều tra theo Mục 301 nhằm tạo cơ sở pháp lý cho các biện pháp thuế quan dài hạn hơn. Đáng chú ý, Việt Nam là một trong số rất ít đối tác thương mại bị USTR đưa vào diện điều tra theo cả ba nội dung riêng biệt của Mục 301 trong năm 2026, gồm điều tra về năng lực sản xuất dư thừa mang tính cấu trúc (khởi động ngày 11/3/2026), điều tra về lao động cưỡng bức trong chuỗi cung ứng (kết luận sơ bộ công bố ngày 2/6/2026, đề xuất mức thuế bổ sung 12,5% đối với hàng hóa Việt Nam) và điều tra về bảo hộ, thực thi quyền sở hữu trí tuệ (khởi động ngày 29/5/2026, sau khi Việt Nam bị xác định là “quốc gia ưu tiên” trong Báo cáo Mục 301 Đặc biệt năm 2026) (USTR, 2026; Cassidy Levy Kent, 2026). Việc Việt Nam đồng thời là đối tượng của ba cuộc điều tra phòng vệ thương mại, trong khi mức thuế quan thực tế áp dụng cho hàng xuất khẩu sang Mỹ vẫn còn nhiều biến động, đã trở thành một áp lực trực tiếp đối với năng lực chống chịu của nền kinh tế trong nước.

Năng lực chống chịu kinh tế

Về khái niệm, năng lực chống chịu kinh tế được OECD (2024) định nghĩa là khả năng của các quốc gia, nền kinh tế và hệ thống tài chính trong việc chịu đựng các cú sốc đáng kể và đối phó với những thách thức mang tính lâu dài như biến đổi dân số. Đây là khái niệm đa chiều, tích hợp cả khoa học xã hội và khoa học tự nhiên để đánh giá hệ thống (OECD, 2024).

Trong cách tiếp cận hiện đại, năng lực chống chịu kinh tế bao gồm ba chiều cạnh chính: *khả năng hấp thụ* (absorptive capacity) hay khả năng chịu đựng cú sốc trong ngắn hạn mà không gây ra đổ vỡ hệ thống; *khả năng thích nghi* (adaptive capacity) là khả năng điều chỉnh cơ cấu và hành vi để ứng phó với môi trường thay đổi; và *khả năng chuyển hóa* (transformative capacity) là khả năng tái cấu trúc căn bản để trở nên mạnh hơn sau khủng hoảng.

Từ góc nhìn chính sách vĩ mô, khung phân tích của IMF xác định bốn trụ cột chính tạo nên năng lực chống chịu của nền kinh tế. *Thứ nhất* là khuôn khổ chính sách tài khóa lành mạnh, bao gồm dư địa tài khóa đủ lớn, cơ chế bình ổn tự động và khả năng huy động nhanh nguồn lực trong khủng hoảng. *Thứ hai* là khuôn khổ chính sách tiền tệ đáng tin cậy, với neo danh nghĩa rõ ràng, tỷ giá đủ linh hoạt và dự trữ ngoại hối đầy đủ. *Thứ ba* là hệ thống tài chính ổn định với vốn đệm đủ lớn, giám sát an toàn vĩ mô hiệu quả và cơ chế xử lý rủi ro hệ thống. *Thứ tư* là cải cách cơ cấu liên tục nhằm nâng cao năng suất, đa dạng hóa cơ cấu kinh tế và giảm tính dễ tổn thương cấu trúc.

Bối cảnh toàn cầu sau năm 2020 đã làm thay đổi căn bản yêu cầu đối với năng lực chống chịu. Phân mảnh địa kinh tế (geoeconomic fragmentation), theo đánh giá của IMF, đang gia tăng đáng kể chi phí giao dịch quốc tế và buộc các quốc gia phải tìm cách đa dạng hóa quan hệ kinh tế đối ngoại. Chuyển đổi số và chuyển đổi xanh đặt ra yêu cầu đầu tư lớn trong khi nguồn lực tài khóa bị thu hẹp do di sản nợ công tích lũy từ thời kỳ đại dịch. Già hóa dân số tại nhiều nền kinh tế phát triển và mới nổi đặt ra những thách thức dài hạn cho bền vững tài khóa và năng suất lao động. Sự gia tăng của các sự kiện khí hậu cực đoan gia tăng tần suất và mức độ của các cú sốc vật lý đối với hệ thống kinh tế.

Những thay đổi này đòi hỏi một cách tiếp cận toàn diện và linh hoạt hơn trong xây dựng và điều hành chính sách, vượt ra ngoài tư duy ổn định hóa ngắn hạn truyền thống.

2. Kinh nghiệm quốc tế về xây dựng và điều hành chính sách nâng cao năng lực chống chịu

Singapore: Mô hình dự phòng tài khóa kết hợp quản lý tiền tệ qua tỷ giá

Singapore được xem là một trong những nền kinh tế có năng lực chống chịu tốt nhất thế giới, phản ánh qua việc duy trì tăng trưởng ổn định qua nhiều chu kỳ khủng hoảng. Năm 2023, dòng vốn FDI vào Singapore đạt mức kỷ lục 31,8% GDP và hệ thống ngân hàng duy trì tỷ lệ nợ xấu thấp ở mức 1,3%, trong khi dự trữ ngoại hối ở mức dồi dào (AMRO, 2025a).

Nền tảng đầu tiên và quan trọng nhất trong mô hình của Singapore là cơ chế tích lũy và quản lý dự trữ tài khóa chiến lược. Singapore duy trì nguyên tắc tài khóa trên vòng đời ngân sách (across-the-cycle budget balance), theo đó thặng dư trong các năm tăng trưởng tốt được tích lũy vào quỹ dự trữ quốc gia thay vì phân phối lại. Dự trữ này được quản lý bởi ba định chế riêng biệt: Cơ quan Tiền tệ Singapore (MAS), Quỹ đầu tư quốc gia GIC (ước tính quản lý khoảng 700–800 tỷ USD) và Temasek Holdings (giá trị danh mục khoảng 300 tỷ USD), tổng cộng đạt quy mô quản lý ước tính khoảng 1.770 tỷ USD (GIC, 2024). Cơ chế Đóng góp lợi nhuận đầu tư ròng (Net Investment Returns Contribution, NIRC) cho phép tối đa 50% lợi nhuận đầu tư ròng từ ba định chế này chảy trở lại ngân sách chính phủ hàng năm, tạo ra một dòng thu ngân sách ổn định, phi chu kỳ, đóng góp lên đến 20% tổng thu ngân sách (GIC, 2024). Cơ chế này cho phép chính phủ Singapore duy trì chi tiêu công ổn định ngay cả trong các giai đoạn suy thoái mà không cần tăng thuế hay vay nợ.

Trong quản lý tiền tệ, Singapore áp dụng mô hình độc đáo là sử dụng tỷ giá hối đoái (thay vì lãi suất) làm công cụ neo danh nghĩa chính. MAS điều chỉnh dải biên độ và độ dốc của đường tỷ giá có hiệu lực danh nghĩa (S\$NEER) để kiểm soát lạm phát nhập khẩu và duy trì năng lực cạnh tranh xuất khẩu. Đây là lựa chọn phù hợp với đặc thù của Singapore là nền kinh tế cực kỳ mở với tỷ trọng thương mại/GDP rất cao. Năm 2025, MAS đã giảm độ dốc của đường S\$NEER để ứng phó với lạm phát hạ nhiệt và triển vọng tăng trưởng chậm lại do tác động của thuế quan Mỹ, thể hiện tính linh hoạt của khuôn khổ chính sách (AMRO, 2025).

Ngoài ra, Singapore thực hiện *chính sách thích ứng liên tục* (Continual Economic Restructuring) thông qua các chương trình hỗ trợ doanh nghiệp chuyển đổi mô hình kinh doanh và tái cơ cấu lực lượng lao động, điển hình là Chương trình Hỗ trợ Thích ứng Doanh nghiệp (Business Adaptation Grant) và hệ thống quỹ SkillsFuture cho nâng cao kỹ năng lao động. Trong bối cảnh căng

thăng thương mại toàn cầu 2025, AMRO đánh giá rằng sự kết hợp giữa lập trường tiền tệ linh hoạt và vị thế tài khóa thận trọng là điều tạo ra dư địa chính sách để Singapore ứng phó với các cú sốc bên ngoài (AMRO, 2025).

Hàn Quốc: Khuôn khổ an toàn vĩ mô và đa dạng hóa chuỗi cung ứng

Hàn Quốc là nền kinh tế có độ phụ thuộc thương mại cao (tỷ lệ thương mại/GDP khoảng 70,4% năm 2024) và phụ thuộc nhập khẩu năng lượng lớn (90% nhu cầu năng lượng phải nhập khẩu), do đó dễ tổn thương trước các cú sốc bên ngoài. IMF đánh giá Hàn Quốc đã "duy trì sức chống chịu đáng kể trước các cú sốc toàn cầu" nhờ nền tảng kinh tế vững chắc và chính sách kinh tế vĩ mô lành mạnh (IMF, 2025).

Về chính sách an toàn vĩ mô, Hàn Quốc đã xây dựng một trong những khuôn khổ toàn diện nhất trong khu vực. Các yêu cầu an toàn vĩ mô nghiêm ngặt đã được duy trì để kiểm soát nợ hộ gia đình ở mức cao, đặc biệt thông qua quy định về tỷ lệ nợ trên thu nhập (DSR) và tỷ lệ vay trên giá trị tài sản (LTV) trong thị trường bất động sản. IMF nhấn mạnh rằng các yêu cầu an toàn vĩ mô đủ chặt và phản ứng chính sách kịp thời đã giữ cho rủi ro ổn định tài chính trong tầm kiểm soát. Trong giai đoạn 2023–2025, khi giá nhà tại Seoul tăng mạnh, chính phủ Hàn Quốc đã triển khai đồng thời các biện pháp cả phía cầu và phía cung để bình ổn thị trường, thể hiện sự phối hợp chính sách đa chiều (AMRO, 2025).

Về chính sách tiền tệ, Ngân hàng Trung ương Hàn Quốc (BOK) đã thực hiện thắt chặt tiền tệ sớm và quyết liệt từ năm 2022 để kiểm soát lạm phát, sau đó hạ lãi suất lũy kế 100 điểm cơ bản từ tháng 10/2024 đến tháng 5/2025 khi lạm phát hạ nhiệt và tăng trưởng chậm lại, phản ánh khả năng hiệu chỉnh linh hoạt theo diễn biến kinh tế (AMRO, 2025). IMF đánh giá ưu tiên chính sách ngắn hạn phù hợp là kết hợp bình thường hóa tiền tệ, linh hoạt tỷ giá, củng cố tài khóa dần dần và các chính sách tài chính có mục tiêu để duy trì ổn định kinh tế vĩ mô.

Một bài học đặc biệt quan trọng từ Hàn Quốc là *chiến lược đa dạng hóa chuỗi cung ứng mang tính hệ thống*. Trước tình trạng phụ thuộc cao vào nguồn cung nguyên liệu quan trọng từ các nước không thuộc OECD (Hàn Quốc có tỷ lệ phụ thuộc đầu vào nước ngoài cao nhất trong số các nước OECD), năm 2024 chính phủ đã ban hành Luật Khung về Hỗ trợ Ổn định Chuỗi Cung ứng vì An ninh Kinh tế, tạo cơ sở pháp lý để đầu tư chiến lược vào đa dạng hóa nguồn cung nguyên liệu thiết yếu và phát triển năng lực sản xuất trong nước đối với các sản phẩm bán dẫn quan trọng (KEIA, 2025). IMF (2025) đánh giá tích cực

chiến lược Lộ trình Kinh tế Năng động (Dynamic Economy Roadmap) của Hàn Quốc, khẳng định triển khai nhanh các cải cách này sẽ giúp tăng tiềm năng tăng trưởng và xây dựng năng lực chống chịu.

Về dài hạn, Hàn Quốc đang đối mặt với thách thức dân số già hóa nhanh và tỷ lệ sinh thấp, buộc chính phủ phải cải cách cấu trúc chi tiêu ngân sách, xây dựng quy tắc tài khóa và tăng doanh thu để tạo không gian tài khóa cho các nhu cầu chi tiêu dài hạn liên quan đến già hóa dân số (IMF, 2025).

3. Tổng hợp bài học kinh nghiệm quốc tế

Từ phân tích ba trường hợp trên, có thể rút ra một số bài học kinh nghiệm quốc tế mang tính hệ thống về xây dựng và điều hành chính sách nâng cao năng lực chống chịu.

Thứ nhất, xây dựng dự địa chính sách một cách chủ động trong thời kỳ thuận lợi là điều kiện tiên quyết để có khả năng ứng phó mạnh mẽ khi khủng hoảng xảy ra. Singapore là ví dụ điển hình nhất khi duy trì nguyên tắc tích lũy ngân sách theo chu kỳ và quản lý dự trữ chiến lược qua ba định chế độc lập. Hàn Quốc duy trì dự trữ ngoại hối đủ lớn để tạo vùng đệm trước các cú sốc tài chính quốc tế. Kinh nghiệm chung cho thấy các nền kinh tế duy trì dự địa tài khóa đủ lớn và bộ đệm dự phòng đủ dày có khả năng phục hồi nhanh hơn đáng kể sau các cú sốc so với các nền kinh tế đã cạn kiệt nguồn lực trước khủng hoảng (IMF, 2024).

Thứ hai, khuôn khổ chính sách đáng tin cậy và truyền thông chính sách hiệu quả có giá trị không kém gì công cụ chính sách cụ thể. Cả Singapore với cơ chế tỷ giá S\$NEER minh bạch, Hàn Quốc với mục tiêu lạm phát rõ ràng của BOK, đều cho thấy rằng khi thị trường và người dân tin vào sự nhất quán và tin cậy của chính sách, chi phí can thiệp thực tế giảm đi đáng kể và tác động ổn định hóa của kỳ vọng trở nên mạnh hơn.

Thứ ba, phối hợp liên chính sách (policy mix) chặt chẽ và linh hoạt là yếu tố then chốt. AMRO nhấn mạnh với Singapore rằng sự phối hợp tốt giữa lập trường tiền tệ, vị thế tài khóa và các biện pháp an toàn vĩ mô là điều kiện then chốt để chống chịu các cú sốc bên ngoài. IMF cũng nhận định tương tự với Hàn Quốc khi đánh giá tổ hợp chính sách trong ngắn hạn gồm bình thường hóa tiền tệ, linh hoạt tỷ giá, củng cố tài khóa dần dần và chính sách tài chính có mục tiêu là cách tiếp cận phù hợp để vừa duy trì ổn định vừa củng cố phục hồi.

Thứ tư, đa dạng hóa kinh tế và giảm tập trung cơ cấu là yếu tố giảm thiểu tính dễ tổn thương có hệ thống. Hàn Quốc đang tích cực đa dạng hóa chuỗi cung ứng và đối tác thương mại; Singapore liên tục tái cơ cấu để duy trì tính cạnh tranh trong nhiều lĩnh vực thay vì phụ thuộc vào một số ít ngành chủ lực. Điểm chung là các quốc gia này không chấp nhận sự phụ thuộc cấu trúc vào một số thị trường hay sản phẩm nhất định mà liên tục chủ động giảm thiểu rủi ro tập trung.

Thứ năm, cải cách cơ cấu dài hạn không thể hoãn lại mà cần được thực hiện ngay cả trong các giai đoạn bình thường, không đợi đến khi xảy ra khủng hoảng. Các vấn đề về già hóa dân số, biến đổi khí hậu, thay đổi công nghệ cũng cho thấy khi những vấn đề cơ cấu đã tích tụ quá lâu, chi phí để xử lý chúng tăng lên rất nhiều.

4. Thực trạng năng lực chống chịu của Việt Nam

Việt Nam đã tích lũy được những nền tảng năng lực chống chịu đáng khích lệ. Năm 2025, kinh tế Việt Nam tăng trưởng 8,0%, tiếp tục đà mở rộng từ mức 7,1% của năm 2024, nhờ xuất khẩu mạnh mẽ (đặc biệt là nhóm hàng điện tử, bán dẫn được hưởng lợi từ nhu cầu liên quan đến trí tuệ nhân tạo), FDI giải ngân đạt mức kỷ lục và các chính sách hỗ trợ của nhà nước. Sang quý I/2026, tăng trưởng GDP vẫn đạt 7,8% so với cùng kỳ, dù đã bắt đầu chậm lại so với đỉnh tăng trưởng của năm 2025 (OECD, 2026). Thị trường lao động duy trì trạng thái eo hẹp với tỷ lệ thất nghiệp ở mức thấp lịch sử 2,2% (OECD, 2026).

Về tài khóa, Việt Nam vẫn thuộc nhóm quốc gia có dư địa chính sách tốt nhất trong khu vực, với nợ công ở mức 31,5% GDP năm 2025, còn cách khá xa so với ngưỡng trần 60% GDP theo quy định hiện hành (OECD, 202). Đây là một trong những lợi thế so sánh quan trọng nhất của Việt Nam khi đối chiếu với kinh nghiệm của Nhật Bản, nơi không gian chính sách tài khóa đã bị thu hẹp nghiêm trọng do di sản nợ công tích lũy trong nhiều thập kỷ. Lạm phát, dù đã nhích lên trong những tháng đầu năm 2026 do giá nhiên liệu tăng theo diễn biến xung đột tại Trung Đông, vẫn được kiểm soát trong biên độ chấp nhận được nhờ chính sách tài khóa và tiền tệ điều hành linh hoạt.

Việt Nam cũng đã và đang triển khai một chương trình cải cách thể chế tham vọng, bao gồm sắp xếp lại tổ chức bộ máy nhà nước, đầu tư lớn vào hạ tầng và chuyển đổi xanh. OECD (2025) ghi nhận những nỗ lực của Việt Nam trong việc hiện đại hóa khuôn khổ chính sách tiền tệ và nhấn mạnh rằng để nâng cao hơn nữa năng lực chống chịu, Việt Nam cần tiếp tục hiện đại hóa khuôn khổ chính

sách tiền tệ trong trung và dài hạn khi thị trường tài chính phát triển và cạnh tranh hơn.

Tuy nhiên, bên cạnh những điểm mạnh nêu trên, năng lực chống chịu của nền kinh tế Việt Nam vẫn còn tồn tại nhiều khoảng trống và điểm yếu cơ cấu mang tính hệ thống, trải rộng từ khu vực tài chính, ngân hàng, thị trường vốn đến mô hình tăng trưởng, năng suất nội tại và năng lực thể chế. Đây chính là những nội dung mà bài viết tập trung phân tích sâu, bởi đó là cơ sở quyết định mức độ Việt Nam có thể hấp thụ, thích nghi và chuyển hóa thành công trước các cú sốc đang và sẽ tiếp diễn.

Về lĩnh vực tài chính, ngân hàng, đây tiếp tục là điểm yếu cơ cấu rõ nét nhất của năng lực chống chịu Việt Nam. Theo Báo cáo Tham vấn Điều IV năm 2025 của IMF, tỷ lệ nợ xấu trên bảng cân đối kế toán đã giảm từ mức đỉnh 5,9% (tháng 9/2023) xuống 5,3% (tháng 3/2025) nhưng vẫn cao hơn nhiều so với mức 2,3% của năm 2022, trong khi tỷ lệ an toàn vốn (CAR) của các ngân hàng quốc doanh (10,4%) và ngân hàng tư nhân (12,1%) vẫn thấp hơn so với các đối thủ trong khu vực, và tỷ lệ cho vay trên huy động vượt 100% phản ánh sự phụ thuộc vào nguồn tài trợ bán buôn (IMF, 2025). Sang năm 2025-2026, dù tỷ lệ nợ xấu của các ngân hàng niêm yết có dấu hiệu ổn định quanh mức 1,8-1,9%, mức cải thiện này phần lớn đến từ hoạt động xóa nợ tích cực và tăng trưởng tín dụng nhanh hơn là cải thiện thực chất về chất lượng tài sản, trong khi tốc độ tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống (khoảng 19% năm 2025) tiếp tục vượt xa tốc độ tăng trưởng huy động (khoảng 11,4%), làm gia tăng sự phụ thuộc vào nguồn vốn liên ngân hàng và phát hành giấy tờ có giá (FiinRatings, 2026).

Thị trường vốn, đặc biệt là thị trường trái phiếu doanh nghiệp với vai trò là kênh huy động vốn trung và dài hạn thiết yếu để giảm tải cho hệ thống ngân hàng, vẫn còn ở giai đoạn phát triển sơ khai và bộc lộ những lỗ hổng quản trị đáng lo ngại. Quy mô dư nợ trái phiếu doanh nghiệp tính đến cuối năm 2025 chỉ tương đương khoảng 11,4% GDP, thấp hơn nhiều so với mục tiêu 20% GDP mà Chính phủ đặt ra, cho thấy thị trường này chưa thể đóng vai trò là một vùng đệm vốn đáng kể như đã quan sát được tại các nền kinh tế có trình độ phát triển tài chính cao hơn (FiinRatings, 2026). Cấu trúc thị trường tiếp tục tập trung cao độ vào lĩnh vực bất động sản, với khoảng 200 nghìn tỷ đồng (tương đương 7,68 tỷ USD), chiếm khoảng 14% tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp, sẽ đến hạn thanh toán trong năm 2026 sau khi đã được gia hạn hai năm theo Nghị định

08/2023/NĐ-CP, tạo ra một “đỉnh đão hạn” tập trung vào đúng giai đoạn nền kinh tế đang chịu áp lực từ thuế quan bên ngoài (Vietnam News, 2026). Nghiêm trọng hơn, Kết luận số 276/KL-TTCP của Thanh tra Chính phủ công bố tháng 10/2025 đã chỉ ra các vi phạm mang tính hệ thống trong giai đoạn 2015-2023 tại 67 tổ chức phát hành, bao gồm hành vi sử dụng vốn huy động sai mục đích và thiếu minh bạch thông tin, trong khi nhà đầu tư cá nhân vẫn đang nắm giữ khoảng 18,1% tổng dư nợ trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành, một mức độ tham gia của nhà đầu tư nhỏ lẻ thiếu công cụ phòng vệ rủi ro tương xứng (VIS Rating, 2025). Những điểm yếu này cho thấy thị trường vốn Việt Nam còn thiếu cả về chiều sâu, tức độ lớn tương đối so với quy mô nền kinh tế, và chiều rộng, tức mức độ minh bạch, quản trị và đa dạng hóa nhà đầu tư, cần thiết để trở thành một nguồn lực bổ sung đáng tin cậy cho hệ thống ngân hàng trong việc hấp thụ cú sốc.

Về khuôn khổ chính sách tiền tệ, OECD nhận xét rằng hệ thống tỷ giá thả nổi có quản lý hiện tại của Ngân hàng Nhà nước Việt Nam, dù phù hợp trong giai đoạn hiện tại, cần được tiến hóa dần theo hướng linh hoạt hơn khi hệ thống tài chính phát triển. Sự linh hoạt đó sẽ cho phép tỷ giá khấu hao khi điều kiện thương mại xấu đi, làm cho xuất khẩu cạnh tranh hơn và tạo vùng đệm tốt hơn trước các cú sốc bên ngoài, đồng thời giảm chi phí can thiệp thị trường. Hạn chế của khuôn khổ hiện tại càng trở nên rõ nét hơn khi đặt cạnh vùng đệm dự trữ ngoại hối còn mỏng nêu trên: với độ mở thương mại rất cao của nền kinh tế, Việt Nam có ít dư địa hơn để Ngân hàng Nhà nước can thiệp bảo vệ tỷ giá trong trường hợp xảy ra cú sốc vốn đột ngột, khác biệt rõ rệt so với mô hình của Singapore, nơi dự trữ chiến lược qua ba định chế độc lập đạt quy mô gấp nhiều lần GDP.

Về cơ cấu kinh tế, mô hình tăng trưởng dựa vào xuất khẩu và FDI tiếp tục là động lực chính song cũng ngày càng bộc lộ rủi ro tập trung sâu sắc hơn. Theo số liệu tổng kết năm 2025, khu vực FDI đóng góp tới khoảng 77% tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, trong đó riêng Samsung, tập đoàn FDI lớn nhất tại Việt Nam, thường xuyên chiếm khoảng 13-16% tổng kim ngạch xuất khẩu trong các năm gần đây, một mức độ phụ thuộc vào một tập đoàn đa quốc gia duy nhất hiếm thấy ở các nền kinh tế có quy mô tương đương (Vietdata, 2026; The Investor, 2025). Cơ cấu vốn FDI đăng ký mới năm 2025 cũng tiếp tục tập trung vào lĩnh vực chế biến, chế tạo (khoảng 56,5%) và bất động sản (khoảng 21,2%),

trong khi các lĩnh vực dịch vụ có hàm lượng tri thức cao vẫn chiếm tỷ trọng khiêm tốn (FDI Vietnam Report, 2026). Giới chuyên gia trong nước cũng nhìn nhận rằng năm 2025 đánh dấu điểm đỉnh của chu kỳ tăng trưởng hiện tại, đồng thời phơi bày rõ những giới hạn của mô hình phát triển hiện hành, vẫn còn phụ thuộc nhiều vào FDI, đầu tư và tín dụng (Vietdata, 2026). Diễn biến này đặt Việt Nam vào tình trạng rủi ro tập trung còn sâu sắc hơn so với cả Hàn Quốc đã phân tích ở phần kinh nghiệm quốc tế, bởi sự phụ thuộc không chỉ vào một số ít thị trường xuất khẩu mà còn vào một số ít tập đoàn đầu tư nước ngoài cụ thể.

Gắn liền với cơ cấu tăng trưởng phụ thuộc vốn và lao động là một điểm yếu nền tảng hơn: năng lực chuyển hóa cơ cấu (transformative capacity). Theo Báo cáo Kinh tế Việt Nam 2025 của OECD, năng suất nhân tố tổng hợp (TFP) chỉ đóng góp khoảng 0,3 điểm phần trăm vào tăng trưởng GDP trong giai đoạn 1970-2022, tương đương chỉ khoảng 5% tổng mức tăng trưởng, trong khi tích lũy vốn, tức đầu tư, đã đóng góp phần lớn vào tăng trưởng sản lượng kể từ năm 1985 (OECD, 2025). Báo cáo cũng chỉ ra rằng khu vực doanh nghiệp FDI hiện chiếm gần 3/4 tổng kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam, trong khi riêng đối với thị trường Mỹ, khoảng một nửa giá trị xuất khẩu vẫn là giá trị gia tăng có nguồn gốc nước ngoài, cho thấy hiệu ứng lan tỏa công nghệ và quản trị từ khu vực FDI sang doanh nghiệp trong nước vẫn còn yếu (OECD, 2025). Theo đánh giá của Bộ Khoa học và Công nghệ, năng suất lao động của Việt Nam hiện chỉ tương đương khoảng 1/10 của Singapore và 3/4 của Trung Quốc, cho thấy khoảng cách phát triển có nguy cơ tiếp tục mở rộng nếu không có sự chuyển đổi mạnh mẽ về mô hình tăng trưởng (VietnamNet, 2025). Trong khi đó, Nghị quyết số 57-NQ/TW của Bộ Chính trị đặt mục tiêu đến năm 2030 đóng góp của TFP vào tăng trưởng GDP phải vượt 55%, một khoảng cách rất lớn so với thực trạng hiện nay, cho thấy đây là một trong những điểm nghẽn cấu trúc khó khắc phục nhất, đòi hỏi thời gian chuyển đổi dài hơn so với các điểm nghẽn về vùng đệm tài khóa hay tiền tệ.

Dư địa tài khóa danh nghĩa thấp, được ghi nhận như một điểm mạnh ở phần trên, cần được nhìn nhận cùng với rủi ro từ các khoản nợ tiềm tàng (contingent liabilities) chưa được phản ánh đầy đủ trong số liệu nợ công chính thức. Nghĩa vụ nợ liên quan đến khu vực doanh nghiệp nhà nước, chi phí tái cấp vốn cho hệ thống ngân hàng và bảo hiểm tiền gửi, cùng với nghĩa vụ chi trả của hệ thống bảo hiểm xã hội khi Quỹ Bảo hiểm Xã hội Việt Nam chuyển từ trạng thái thu

vượt chi sang chi vượt thu trong tương lai do dân số già hóa, đều là những rủi ro tài khóa chưa được định lượng và công bố một cách hệ thống (World Bank, 2023). Thị trường nợ chính phủ trong nước cũng còn khá hẹp và thiếu đa dạng về nhà đầu tư, khi Bảo hiểm Xã hội Việt Nam vẫn là bên mua chủ lực trái phiếu chính phủ kỳ hạn dài, một cấu trúc cầu mang tính tập trung và sẽ trở nên dễ tổn thương hơn khi quỹ này chuyển sang trạng thái chi trả ròng (World Bank, 2023). Việt Nam hiện chưa có một cơ quan quản lý nợ chuyên trách theo mô hình thông lệ quốc tế, dù Chiến lược Nợ công đến năm 2030 đã đặt ra định hướng thành lập cơ quan này và rà soát Luật Quản lý nợ công trong giai đoạn 2026-2030 (World Bank, 2023). Nói cách khác, dư địa tài khóa hiện có là cần thiết nhưng chưa đủ, nếu không đi kèm với việc minh bạch hóa và quản lý chủ động các nghĩa vụ tài khóa tiềm tàng nói trên.

Về hành lang pháp lý và năng lực thể chế, dù có những bước tiến đáng kể trong hoàn thiện khuôn khổ pháp lý cho thị trường trái phiếu doanh nghiệp, thị trường bất động sản và các thị trường tài sản rủi ro khác, ba cuộc điều tra theo Mục 301 mà Mỹ đang tiến hành đối với Việt Nam trong năm 2026 đã cho thấy một chiều cạnh khác của năng lực thể chế còn yếu, đó là năng lực quản trị thương mại và tuân thủ chuẩn mực quốc tế. Cụ thể, cuộc điều tra về sở hữu trí tuệ chỉ ra những hạn chế kéo dài về thực thi quyền chống vi phạm bản quyền trực tuyến, hàng giả và kiểm soát biên giới đối với hàng hóa vi phạm (USTR, 2026); cuộc điều tra về lao động cưỡng bức phản ánh khoảng trống trong cơ chế giám sát và minh bạch hóa chuỗi cung ứng (Cassidy Levy Kent, 2026); còn cuộc điều tra về năng lực sản xuất dư thừa cho thấy mô hình tăng trưởng dựa vào xuất khẩu khối lượng lớn của Việt Nam đang ngày càng bị giám sát chặt chẽ hơn từ các đối tác thương mại lớn (Cassidy Levy Kent, 2026). Việc cùng lúc là đối tượng của cả ba cuộc điều tra, trong khi năng lực pháp lý, kỹ thuật và nguồn lực để tham gia đầy đủ vào các quy trình điều trần, cung cấp bằng chứng và đàm phán song phương với USTR còn hạn chế, là một điểm yếu thể chế có ảnh hưởng trực tiếp đến mức thuế quan thực tế mà hàng hóa Việt Nam phải gánh chịu.

5. Hàm ý chính sách cho Việt Nam

Trên cơ sở phân tích kinh nghiệm quốc tế và thực trạng trong nước, có thể rút ra một số hàm ý chính sách cụ thể và khả thi cho Việt Nam.

Thứ nhất, xây dựng cơ chế tích lũy và quản lý dự trữ tài khóa có tính chiến lược và dài hạn hơn. Học hỏi từ mô hình Singapore, Việt Nam cần nghiên cứu xây dựng cơ chế tích lũy ngân sách theo chu kỳ, trong đó ngân sách thặng dư trong các giai đoạn tăng trưởng cao được phân bổ vào các quỹ dự phòng có mục đích rõ ràng (quỹ bình ổn vĩ mô, quỹ dự phòng rủi ro thiên tai, quỹ hỗ trợ chuyển đổi kinh tế cơ cấu), thay vì phân bổ vào chi thường xuyên ngay lập tức. Đồng thời, khuôn khổ quản lý nợ công cần được củng cố để đảm bảo tính bền vững dài hạn và duy trì dự địa tài khóa đủ lớn cho các tình huống khủng hoảng. IMF (2025b) nhận định dự địa tài khóa hiện có cho phép hỗ trợ lớn hơn nếu cần thiết, song cần được sử dụng một cách có mục tiêu và đúng thời điểm.

Thứ hai, tiếp tục hiện đại hóa khuôn khổ chính sách tiền tệ theo lộ trình có tính toán. Việt Nam cần dần dần tăng tính linh hoạt của tỷ giá hối đoái trong trung và dài hạn, song cần thực hiện theo lộ trình từng bước gắn với việc xây dựng thị trường tài chính sâu và rộng hơn, phát triển các công cụ phòng ngừa rủi ro tỷ giá cho doanh nghiệp và tăng cường năng lực giám sát tài chính. Trong ngắn hạn, khi dự địa cho nới lỏng tiền tệ còn hạn chế, chính sách tài khóa cần đóng vai trò chủ lực trong việc hỗ trợ tăng trưởng nếu các cú sốc bên ngoài trở nên nghiêm trọng hơn.

Thứ ba, xây dựng khuôn khổ giám sát an toàn vĩ mô toàn diện và tăng cường vùng đệm vốn của hệ thống ngân hàng. Học hỏi từ kinh nghiệm Hàn Quốc, Việt Nam cần sớm hoàn thiện khuôn khổ chính sách an toàn vĩ mô tích hợp, trong đó có phân định rõ trách nhiệm, cơ chế chia sẻ thông tin và phối hợp giữa Ngân hàng Nhà nước, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước và Bộ Tài chính trong việc nhận diện và xử lý các rủi ro hệ thống. Yêu cầu tăng vốn đệm của hệ thống ngân hàng cần được thúc đẩy theo lộ trình phù hợp với Basel III, đồng thời cần hoàn thiện khung xử lý ngân hàng yếu kém để giảm thiểu rủi ro lây lan.

Thứ tư, chủ động đa dạng hóa cơ cấu kinh tế và giảm thiểu rủi ro tập trung. Trong lĩnh vực xuất khẩu, cần có chiến lược đa dạng hóa thị trường xuất khẩu một cách chủ động, không chỉ tập trung vào Mỹ và Trung Quốc mà mở rộng sang các thị trường mới nổi ở Trung Đông, Nam Á và châu Phi. Trong thu hút FDI, cần có chính sách hướng dòng vốn vào các ngành công nghệ cao và các địa phương chưa phát triển, giảm sự tập trung địa lý và ngành. Về chuỗi cung ứng, học hỏi từ Hàn Quốc, Việt Nam cần xây dựng chiến lược quốc gia về an ninh

chuỗi cung ứng, đặc biệt đối với các nguyên liệu, linh kiện chiến lược trong các ngành xuất khẩu trọng điểm như điện tử, dệt may và chế biến thực phẩm.

Thứ năm, khẩn trương nâng cao năng lực ứng phó với các công cụ phòng vệ thương mại và minh bạch hóa chuỗi cung ứng. Trước thực tế Việt Nam đang đồng thời là đối tượng của ba cuộc điều tra theo Mục 301 liên quan đến sở hữu trí tuệ, lao động cưỡng bức và năng lực sản xuất dư thừa, cần sớm hoàn thiện khung pháp lý và năng lực thực thi về bảo hộ quyền sở hữu trí tuệ, kiểm soát biên giới đối với hàng giả và hàng vi phạm bản quyền, đồng thời xây dựng hệ thống minh bạch hóa nguồn gốc nguyên liệu và điều kiện lao động trong chuỗi cung ứng xuất khẩu. Cần thành lập hoặc củng cố một đầu mối chuyên trách liên ngành, có đủ năng lực pháp lý, kỹ thuật và ngoại ngữ, để tham gia hiệu quả vào các quy trình điều trần, cung cấp bằng chứng và đàm phán song phương với USTR, qua đó giảm thiểu mức thuế quan bất lợi và rủi ro gián đoạn đối với thị trường xuất khẩu chủ lực.

Cuối cùng, phát triển thị trường vốn theo hướng minh bạch và đa dạng hóa nguồn vốn trung, dài hạn cho doanh nghiệp. Cần thực thi nghiêm túc các kết luận thanh tra về vi phạm trên thị trường trái phiếu doanh nghiệp, nâng cao chuẩn mực công bố thông tin, mở rộng cơ sở nhà đầu tư tổ chức để giảm bớt sự phụ thuộc của thị trường vào nhà đầu tư cá nhân thiếu công cụ phòng vệ rủi ro, đồng thời tránh để rủi ro tập trung quá mức vào lĩnh vực bất động sản tái diễn quanh các đợt đảo hạn lớn. Song song với đó, cần công bố định kỳ và quản lý chủ động các khoản nợ tiềm tàng từ khu vực doanh nghiệp nhà nước và hệ thống an sinh xã hội, sớm thành lập cơ quan quản lý nợ công chuyên trách theo đúng định hướng của Chiến lược Nợ công đến năm 2030, nhằm đảm bảo dư địa tài khóa hiện có được sử dụng một cách bền vững trong dài hạn.

Tài liệu tham khảo

1. AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office). (2025). *Managing Singapore's growth and resilience amid global economic shifts*. <https://amro-asia.org/managing-singapores-growth-and-resilience-amid-global-economic-shifts>
2. AMRO. (2025). *Korea: Building resilience and navigating geoeconomic fault lines*. <https://amro-asia.org/korea-building-resilience-and-navigating-geoeconomic-fault-lines>

3. Cassidy Levy Kent. (2026). *U.S. Section 301 investigation targets Vietnam's intellectual property protection*. <https://www.cassidylevy.com/news/u-s-section-301-investigation-targets-vietnams-intellectual-property-protection/>
4. CEIC Data. (2025). *Vietnam foreign exchange reserves: Months of import*. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/vietnam/foreign-exchange-reserves-months-of-import>
5. FDI Vietnam Report. (2026). *Foreign direct investment report - Vietnam 2025*. <https://www.sitelocationadviser.com/2026/02/10/fdi-report-vietnam-2025/>
6. FiinRatings. (2026). *Banking sector: FY2025 recap and 2026 outlook*. https://fiinratings.vn/Data/2026/Report/FiinRatings_Vietnam-Banking-2026-Outlook.pdf
7. GIC. (2024). *Invested in our future*. <https://www.gic.com.sg/invested-in-our-future/>
8. & Knight. (2026a). *Supreme Court strikes down IEEPA tariffs: What importers need to know now*. <https://www.hklaw.com/en/insights/publications/2026/02/supreme-court-strikes-down-ieepa-tariffs>
9. Holland & Knight. (2026b). *U.S. Court of International Trade invalidates the administration's Section 122 tariffs*. <https://www.hklaw.com/en/insights/publications/2026/05/us-court-of-international-trade-invalidates-the-administrations>
10. IMF (International Monetary Fund). (2024). *World economic outlook April 2024: Steady but slow – resilience amid divergence*. <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2024/04/16/world-economic-outlook-april-2024>
11. IMF. (2024). *IMF annual report 2024: Resilience in the face of change*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2024/resilience-in-the-face-of-change>
12. IMF. (2025). *IMF staff completes 2024 Article IV mission to Republic of Korea*. <https://www.imf.org/en/news/articles/2024/11/19/pr-24427-republic-of-korea-imf-staff-completes-2024-article-iv-mission>
13. IMF. (2025). *Vietnam: 2025 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Vietnam*. IMF Staff

- Country Reports, 2025(283).
<https://www.elibrary.imf.org/view/journals/002/2025/283/article-A001-en.xml>
14. KEIA (Korea Economic Institute of America). (2025). *How South Korea is trying to increase its supply-chain resilience*. <https://keia.org/analysis/how-south-korea-is-trying-to-increase-its-supply-chain-resilience/>
 15. OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development). (2024). *Korea: OECD economic outlook, volume 2024 issue 2*. https://www.oecd.org/en/publications/2024/12/oecd-economic-outlook-volume-2024-issue-2_67bb8fac/full-report/korea_eba89bd1.html
 16. OECD. (2025). *OECD economic surveys: Viet Nam 2025 – Strengthening the macroeconomic foundations for growth*. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-surveys-viet-nam-2025_fb37254b-en/full-report/strengthening-the-macroeconomic-foundations-for-growth_b6ed9c4e.html
 17. OECD. (2026). *Viet Nam: OECD economic outlook, Volume 2026 Issue 1*. https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2026-issue-1_2d1956f0-en/full-report/viet-nam_439661b9.html
 18. The Investor. (2025). *Korean chaebol Samsung's revenue makes up 13% of Vietnam's GDP in 2024*. <https://theinvestor.vn/korean-chaebol-samsungs-revenue-makes-up-13-of-vietnams-gdp-in-2024-d16297.html>
 19. USTR (United States Trade Representative). (2026). *USTR announces Section 301 investigation of Vietnam's acts, policies, and practices related to intellectual property protection and enforcement*. <https://ustr.gov/about/policy-offices/press-office/press-releases/2026/may/ustr-announces-section-301-investigation-vietnams-acts-policies-and-practices-related-intellectual>
 20. Vietdata. (2026). *Vietnam economic report: Highlights 2025 & outlook 2026*. <https://www.vietdata.vn/post/vietnam-economic-report-highlights-2025-outlook-2026>
 21. Vietnam News. (2026). *Real estate bonds dominate 2026 repayment pressure*. <https://vietnamnews.vn/economy/1766573/real-estate-bonds-dominate-2026-repayment-pressure.html>

22. VietnamNet. (2025). *Năng suất lao động của Việt Nam bằng 1/10 Singapore và 3/4 Trung Quốc*. <https://vietnamnet.vn/nang-suat-lao-dong-cua-viet-nam-bang-1-10-singapore-va-3-4-trung-quoc-2420228.html>
23. VIS Rating (Vietnam Investors Service and Credit Rating Agency). (2025). *Vietnam enforces corporate bond market reform, reinforcing investor protection and transparency to rebuild market confidence*. <https://visrating.com/research/view/vietnam-enforces-corporate-bond-market-reform-reinforcing-investor-protection-and-transparency-to-rebuild-market-confidence.324>
24. World Bank. (2023). *Technical assistance to support debt management reforms in Vietnam*. <https://www.worldbank.org/en/news/feature/2023/05/15/technical-assistance-to-support-debt-management-reforms-in-vietnam>