

Ông Michael Kokalari, CFA, Giám đốc Phân tích Kinh tế Vĩ mô và Nghiên cứu Thị trường  
 Ông Richard Burrage, Nhà sáng lập và Cố vấn Hội đồng Quản trị tại Cimigo

## Nghịch lý tiêu dùng tại Việt Nam: Chi tiêu vẫn giữ vững mặc dù tâm lý tiêu dùng suy giảm

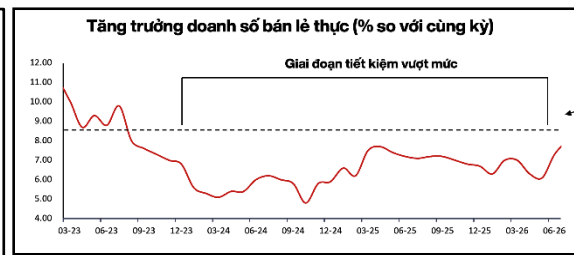
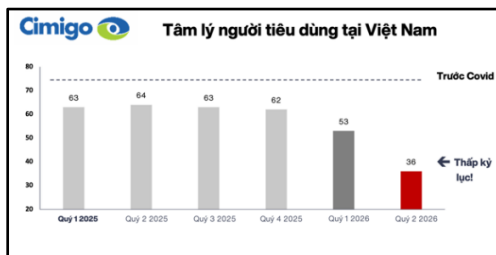
Lạm phát gây ảnh hưởng lên tâm lý người tiêu dùng, nhưng chi tiêu vẫn giữ vững.

Tổng cục Thống kê (NSO) ghi nhận mức chi tiêu hộ gia đình phục hồi nhẹ trong 12 tháng qua, mặc dù theo khảo sát của Cimigo cho thấy tâm lý người tiêu dùng suy giảm. Có nhiều yếu tố giải thích sự trái ngược giữa tâm lý và hành vi chi tiêu, trong đó nổi bật là hiện tượng mà các nhà kinh tế thuộc Đại học Stanford và Viện Brookings phân tích trong nghiên cứu “Nghịch lý giữa Kinh tế Vĩ mô và Tâm lý Hộ gia đình”<sup>1</sup>. Theo nghiên cứu này, một phần của nghịch lý xuất phát từ cách người tiêu dùng phản ứng trước các cú sốc lạm phát bất ngờ.

Cụ thể, một đợt lạm phát tăng đột ngột thường làm tâm lý tiêu dùng suy giảm mạnh hơn so với mức tăng của giá cả, nhưng tác động tiêu cực này sẽ giảm dần theo thời gian. Tại Việt Nam, chiến sự Trung Đông đã đẩy lạm phát CPI tăng từ 3,5% cuối năm ngoái lên 5,6% trong tháng 5 so với cùng kỳ, mặc dù Chính phủ đã rất nỗ lực giảm thiểu tác động thông qua việc trợ giá xăng dầu. Do đó, tâm lý người tiêu dùng cũng bị ảnh hưởng đáng kể trong năm nay. Song theo phân tích kinh tế lượng của nghiên cứu, tác động tiêu cực này sẽ giảm một nửa trong vòng 12 tháng tới và tiếp tục giảm thêm một nửa trong 12 tháng kế tiếp, rồi suy giảm dần theo thời gian.

Tâm lý đang ở mức thấp kỷ lục...

... Nhưng chi tiêu lại gia tăng



Một phần khác của nghịch lý tiêu dùng liên quan đến hiện tượng “Nền kinh tế chữ K”, một hiện tượng được các chuyên gia tại Mỹ bắt đầu thảo luận từ đầu năm 2024. VinaCapital đã giới thiệu thuật ngữ này tại Việt Nam nhằm giải tỏa những lo ngại về khả năng duy trì xuất khẩu sang Mỹ. Thời điểm đó, nhiều tin tức nhấn mạnh sự suy giảm tâm lý tiêu dùng tại Mỹ, làm dấy lên quan ngại rằng kinh tế Mỹ suy yếu đi sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến kinh tế Việt Nam – bởi Mỹ là thị trường xuất khẩu lớn nhất của Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi đã chỉ ra rằng nhóm 10% người tiêu dùng giàu nhất tại Mỹ chiếm tới khoảng 50% tổng chi tiêu, và nhóm này vẫn duy trì sức mua mạnh nhờ giá cổ phiếu tăng và giá nhà leo thang.

Thực tế cho thấy xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ tăng hơn 20% trong năm 2024 và gần 30% trong năm 2025 đã chứng minh cho nhận định của chúng tôi. Đồng thời, hiện tượng “Nền kinh tế chữ K” đang được thảo luận rộng rãi trên truyền thông kinh tế tài chính<sup>2</sup>. Quan trọng hơn, hiện tượng nhóm nhỏ người tiêu dùng chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi tiêu này đã lan rộng sang nhiều quốc gia khác, bao gồm cả Việt Nam. Sự xuất hiện của “Nền kinh tế chữ K” tại Việt Nam giúp lý giải vì sao tổng chi tiêu vẫn tiếp tục tăng bất chấp tâm lý người tiêu dùng sụt giảm, đồng thời cho thấy các doanh nghiệp hàng tiêu dùng ngày càng tập trung vào những phân khúc khách

Hiện tượng “Nền kinh tế chữ K” đang xuất hiện tại Việt Nam.

<sup>1</sup> Nghịch lý giữa kinh tế vĩ mô và tâm lý của các hộ gia đình, Brookings Institution, tháng 10/2024.

<sup>2</sup> Hàng hóa xa xỉ và đầu tư trong một thế giới phân hóa theo hình chữ K, Financial Times, tháng 10/2025.

Cải cách thuế  
và điều chỉnh  
lãi suất thế  
chấp tiếp tục  
gây sức ép lên  
tâm lý người  
tiêu dùng.

Tầng lớp trung  
lưu tăng trưởng  
nhanh của Việt  
Nam là động  
lực thúc đẩy xu  
hướng tiêu  
dùng cao cấp.

hàng có tốc độ tăng trưởng chi tiêu nhanh nhất (đây cũng chính là điểm sáng với nhiều cơ hội đầu tư hấp dẫn).

Ngoài tác động từ lạm phát, tâm lý người tiêu dùng còn chịu ảnh hưởng từ các yếu tố khác. Năm ngoái, Chính phủ đã triển khai nhiều biện pháp hiện đại hóa hệ thống thu thuế<sup>3</sup> và tổng thu ngân sách từ thuế trong năm đã vượt mục tiêu khoảng 30%<sup>4</sup>. Bên cạnh đó, lãi suất tăng đã làm gia tăng các khoản thanh toán vay mua nhà, đặc biệt trong quý I khi nhiều khoản vay lãi suất thả nổi được điều chỉnh lại và điều này lý giải vì sao tâm lý tiêu dùng đã bắt đầu suy giảm từ đầu năm.

Hai yếu tố nêu trên - điều chỉnh lãi suất các khoản vay thế chấp và việc rà soát thu thuế đối với hộ kinh doanh cá thể - chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến một bộ phận tương đối nhỏ người tiêu dùng. Tuy nhiên, do nhận được nhiều sự quan tâm và thảo luận trong xã hội, hai yếu tố này đã gây ảnh hưởng đáng kể đến tâm lý người tiêu dùng, vượt xa mức độ tác động thực tế đối với tổng chi tiêu<sup>5</sup>. Ngược lại, Cimigo cho rằng một yếu tố khác từng làm kìm hãm chi tiêu của nhiều hộ gia đình trong những năm gần đây, nhưng hiện nay tác động của yếu tố này đang dần suy yếu.

Trong giai đoạn đại dịch COVID-19, nhiều hộ gia đình đã phải sử dụng phần lớn các khoản tiết kiệm của mình và từ đó họ luôn duy trì tỷ lệ tiết kiệm ở mức rất cao, mặc dù thu nhập hiện nay tăng khoảng 6-7% mỗi năm. Động lực “tích lũy tiết kiệm” này lý giải vì sao tăng trưởng doanh số bán lẻ thực tế chưa thể phục hồi hoàn toàn về mức trước COVID-19. Tuy nhiên, sau một khoảng thời gian đủ dài kể từ khi đại dịch kết thúc, các hộ gia đình Việt Nam đang dần quay trở lại mức chi tiêu bình thường hơn.

### Tầng lớp trung lưu tại Việt Nam: Phân khúc tăng trưởng nhanh nhất

Trong vài tuần gần đây, chúng tôi đã làm việc với các lãnh đạo cấp cao của nhiều doanh nghiệp tiêu dùng tại Việt Nam, bao gồm các công ty trong lĩnh vực chăm sóc cá nhân, chuỗi cà phê quy mô lớn và hàng tiêu dùng nhanh (FMCG). Từ các cuộc trao đổi này, chúng tôi có một số nhận định như sau:

- 1) Việt Nam vẫn còn dư địa để khai thác nhu cầu đối với các sản phẩm cao cấp dành cho nhóm khách hàng thượng lưu. Tuy nhiên, ngày càng nhiều doanh nghiệp đang chuyển hướng sang phân khúc dành cho tầng lớp trung lưu bằng cách tập trung vào việc mang lại trải nghiệm vượt trội so với đối thủ cạnh tranh, và
- 2) Các công ty ngày càng chú trọng phục vụ tầng lớp trung lưu đang tăng trưởng nhanh tại Việt Nam, thông qua việc mở rộng hệ thống cửa hàng – một phần dịch chuyển từ bán lẻ truyền thống sang bán lẻ hiện đại và phát triển thương mại điện tử. Đáng chú ý, thương mại điện tử tại Việt Nam hiện tăng trưởng khoảng 25% mỗi năm và đã chiếm hơn 10% tổng doanh số bán lẻ hàng hóa và dịch vụ<sup>6</sup>.

Khi thu nhập bình quân tăng, dù chỉ ở mức vừa phải, số người tiêu dùng đủ khả năng chi trả cho các sản phẩm và trải nghiệm giá trị cao hơn có thể tăng nhanh hơn nhiều so với tốc độ tăng của thu nhập. Sự gia tăng này kéo theo sự dịch chuyển của toàn bộ phân bổ thu nhập lên mức cao hơn, đưa nhiều hộ gia đình vượt qua ngưỡng thu nhập cho phép thực hiện các khoản

<sup>3</sup> [Việt Nam triển khai các cải cách thuế quan trọng từ ngày 1/7 nhằm hướng tới một hệ thống công bằng hơn, Vietnam News, tháng 6/2025.](#)

<sup>4</sup> [Thu ngân sách từ thuế lần đầu tiên vượt 82 tỷ USD trong một năm, Vietnam News, tháng 12/2025.](#)

<sup>5</sup> Rõ ràng, việc các hộ gia đình phải chi trả nhiều hơn cho các khoản vay thế chấp đã làm giảm khả năng chi tiêu cho các mặt hàng và dịch vụ khác, tương tự như việc mở rộng diện chịu thuế đối với các hộ kinh doanh. Tuy nhiên, mục tiêu của chúng tôi là lý giải vì sao tổng chi tiêu của nền kinh tế vẫn duy trì ở mức cao bất chấp tâm lý tiêu dùng suy yếu. Đáng chú ý, một số chuyên gia thị trường cũng cho rằng việc tạo sân chơi bình đẳng hơn về thuế giữa hộ kinh doanh và doanh nghiệp chính thức sẽ mang lại lợi ích lâu dài cho các doanh nghiệp bán lẻ niêm yết.

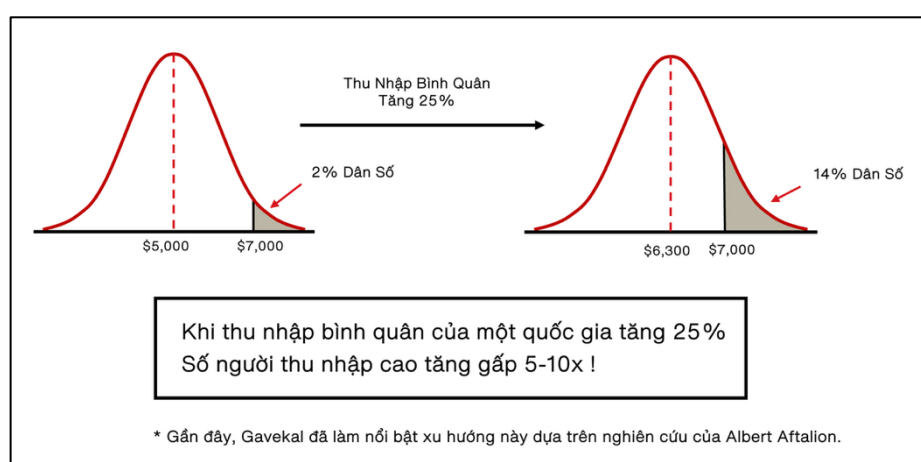
<sup>6</sup> [Việt Nam ghi nhận tăng trưởng mạnh của thương mại điện tử trong năm 2025, tháng 12/2025, báo Vietnam News.](#)

Thu nhập tăng  
vừa phải nhưng  
thúc đẩy chi  
tiêu tăng mạnh.

chi tiêu không thiết yếu – chẳng hạn như sản phẩm chăm sóc cá nhân cao cấp, du lịch, và các dịch vụ phong cách sống khác. Nhờ đó, thị trường tiềm năng cho các ngành hàng này mở rộng nhanh hơn nhiều so với tốc độ tăng thu nhập bình quân<sup>7</sup> – vốn cũng đang tăng trưởng mạnh mẽ tại Việt Nam.

Việt Nam gần đây đã chính thức đã trở thành quốc gia có thu nhập trung bình cao<sup>8</sup>, với mức thu nhập bình quân đầu người khoảng 5.000 USD, và đang hướng tới mục tiêu trở thành quốc gia có thu nhập cao vào năm 2045. Nếu thu nhập bình quân tăng thêm 25% trong 5 năm tới (đạt khoảng 6.300 USD), thì thị trường tiềm năng cho các sản phẩm và dịch vụ giá trị cao sẽ càng mở rộng đáng kể, như minh họa trong biểu đồ dưới đây. (Cần lưu ý rằng, phân bố thu nhập của một quốc gia trên thực tế không tuân theo đường cong hình chuông (bell curve) đơn giản. Chính vì vậy, mức tăng 25% thu nhập bình quân có thể làm số lượng người có thu nhập cao tăng gấp từ 5 đến 10 lần).

### Kênh đầu tư vào các quốc gia mới nổi: Tiêu dùng của tầng lớp trung lưu



Nhiều cơ hội  
hấp dẫn trong  
lĩnh vực tiêu  
dùng vẫn thuộc  
khối tư nhân.

### Những doanh nghiệp hưởng lợi từ nền kinh tế tiêu dùng Việt Nam

Khi ngày càng nhiều hộ gia đình vượt qua các ngưỡng thu nhập quan trọng, nhu cầu đối với sản phẩm ở phân khúc cao hơn sẽ tăng trưởng nhanh chóng, và các thương hiệu Việt Nam có rất nhiều lợi thế. Nhiều doanh nghiệp trong lĩnh vực này vẫn thuộc khối tư nhân, bao gồm các chuỗi cà phê quy mô lớn, doanh nghiệp cung cấp dịch vụ chăm sóc cá nhân, công ty hàng tiêu dùng có thương hiệu, cùng những phân khúc chuyên biệt như mạng lưới phòng khám thẩm mỹ, giáo dục trẻ em, thực phẩm và đồ uống lành mạnh, chuỗi nhà thuốc chuyên biệt và các thương hiệu mỹ phẩm phát triển trên nền tảng số<sup>9</sup>. Tuy nhiên, các công ty này thường khó tiếp cận nhà đầu tư nước ngoài hơn so với các doanh nghiệp niêm yết, và một số vẫn cần cải thiện về hệ thống quản trị doanh nghiệp, kiểm soát tài chính cũng như tiêu chuẩn báo cáo để nâng cao tính minh bạch và khả năng thu hút vốn.

Dù vậy, vẫn có nhiều doanh nghiệp tư nhân tại Việt Nam đang hưởng lợi từ sự mở rộng của nền kinh tế tiêu dùng nhờ có đội ngũ quản lý chuyên nghiệp, khả năng tạo dòng tiền mạnh, mô hình kinh doanh có du địa mở rộng, và năng lực tiếp cận người tiêu dùng trên toàn quốc thông qua sự kết hợp giữa hệ thống cửa hàng, các kênh thương mại điện tử và mạng lưới phân phối của bên thứ ba. Là một trong số ít nhà quản lý đầu tư tại Việt Nam có khả năng tiếp cận trực tiếp nhiều cơ hội đầu tư vào doanh nghiệp tư nhân, VinaCapital đã cùng với các đối tác đã lựa chọn

<sup>7</sup> Hiện tượng này đã được nhiều nhà kinh tế học nghiên cứu rộng rãi; xem thêm bài viết [The Rise of Mass Consumption Societies, Journal of Political Economy, 2002](#).

<sup>8</sup> [Việt Nam chính thức được nâng lên nhóm nước có thu nhập trung bình cao, VnEconomy, tháng 7/2026](#).

<sup>9</sup> Emmié by Happy Skin, OFÉLIA và Lemonade Cosmetics được ví như "Glossier của Việt Nam" – một thương hiệu mỹ phẩm đã đạt được thành công vượt trội tại thị trường Mỹ.

Các thương hiệu trong nước có thể bắt phá bằng cách kết hợp giá trị, trải nghiệm và khả năng mở rộng.

đầu tư vào một số doanh nghiệp tiêu dùng. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng có thể tiếp cận cơ hội tăng trưởng của ngành hàng tiêu dùng Việt Nam thông qua các công ty uy tín trong nước đã niêm yết trên thị trường chứng khoán<sup>10</sup> vì những công ty này có tính minh bạch cao và khả năng tiếp cận dễ dàng hơn so với doanh nghiệp tư nhân. Một số doanh nghiệp tiêu biểu gồm:

| Hàng tiêu dùng có thương hiệu                                                                                                                                                                    | Bán lẻ & Phân phối hiện đại                                                                                                                                                                                                         | Bán lẻ cao cấp/ Không thiết yếu                                                                                                                                                                     | Dịch vụ tiêu dùng & Trải nghiệm                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Công ty</b> <ul style="list-style-type: none"><li>MCH: Masan Consumer</li><li>VNM: Vinamilk</li><li>SAB: Sabeco</li><li>QNS: Đường Quảng Ngãi</li></ul>                                       | <b>Công ty</b> <ul style="list-style-type: none"><li>MWG: Thế Giới Di Động</li><li>FRT: FPT Retail</li><li>DGW: Digiworld</li></ul>                                                                                                 | <b>Công ty</b> <ul style="list-style-type: none"><li>VRE: Vincom Retail</li><li>HAX: Haxaco</li><li>HUT: Tasco</li></ul>                                                                            | <b>Công ty</b> <ul style="list-style-type: none"><li>VJC: VietJet Air</li><li>HVN: Vietnam Airlines</li><li>VPL: Vinpearl</li></ul>                                                                        |
| <b>Ưu điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Thương hiệu mạnh và hệ thống phân phối rộng</li><li>Nhu cầu tiêu dùng lặp lại</li><li>Hưởng lợi từ xu hướng cao cấp hóa tiêu dùng</li></ul> | <b>Ưu điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Tiếp xúc trực tiếp với xu hướng chính thức hóa thị trường</li><li>Hưởng lợi từ sự phát triển của bán lẻ hiện đại</li><li>Mở rộng độ phủ cả trực tuyến và ngoại tuyến</li></ul> | <b>Ưu điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Hưởng lợi từ chi tiêu gia tăng của tầng lớp trung lưu</li><li>Các khoản mua sắm có giá trị cao hơn</li><li>Tiềm năng mở rộng đáng kể</li></ul> | <b>Ưu điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Tiếp xúc với lĩnh vực du lịch và trải nghiệm</li><li>Nhu cầu tăng trưởng mạnh</li><li>Đòn bẩy hoạt động cao đối với các dịch vụ giá trị lớn</li></ul> |
| <b>Nhược điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Biến động chi phí đầu vào</li><li>Cạnh tranh gay gắt</li><li>Tăng trưởng chậm hơn ở các phân khúc đã trưởng thành</li></ul>              | <b>Nhược điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Biên lợi nhuận thấp</li><li>Nhu cầu vốn lưu động cao</li><li>Rủi ro mở rộng và triển khai hoạt động</li></ul>                                                               | <b>Nhược điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Nhạy cảm với tâm lý người tiêu dùng</li><li>Chi phí thuê mặt bằng và vận hành cao</li><li>Sở thích tiêu dùng thay đổi nhanh</li></ul>       | <b>Nhược điểm</b> <ul style="list-style-type: none"><li>Hoạt động đòi hỏi nhiều vốn</li><li>Nhạy cảm với du lịch và giá nhiên liệu</li><li>Rủi ro về quy định và vận hành</li></ul>                        |

Các công ty niêm yết thường mang lại tính thanh khoản và minh bạch cao hơn, nhưng không phải lúc nào cũng đem đến cơ hội cho các nhà đầu tư tiếp cận trực tiếp các phân khúc tăng trưởng nhanh nhất trong nền kinh tế tiêu dùng Việt Nam. Nhiều mô hình kinh doanh đổi mới nhất vẫn đến từ khu vực tư nhân, nơi lợi nhuận có thể cao hơn nhưng phụ thuộc nhiều hơn vào chất lượng của đội ngũ quản lý, năng lực quản trị và khả năng thực thi. Do đó, một chiến lược đầu tư hiệu quả vào lĩnh vực tiêu dùng tại Việt Nam thường cần kết hợp giữa đầu tư vào doanh nghiệp niêm yết và các doanh nghiệp tư nhân có chọn lọc.

Kết luận

Chi tiêu tiêu dùng tại Việt Nam vẫn duy trì tăng trưởng mặc dù tâm lý người tiêu dùng suy giảm, được hỗ trợ bởi thu nhập tăng và tiết kiệm hộ gia đình phục hồi, dù chi tiêu ngày càng tập trung vào những phân khúc hẹp nhưng có tốc độ tăng trưởng nhanh. Khi nhiều hộ gia đình vượt qua các ngưỡng thu nhập quan trọng, nhu cầu đối với sản phẩm phân khúc cao nhưng vẫn trong khả năng chi trả sẽ tăng trưởng nhanh chóng. Các thương hiệu Việt Nam kết hợp với chất lượng, giá trị và bản sắc dân tộc sẽ có lợi thế cạnh tranh đặc biệt, bởi những thương hiệu thành công nhất luôn tạo được kết nối cảm xúc với người tiêu dùng mà thương hiệu ngoại khó đạt được<sup>11</sup>. Nhìn về tương lai, cơ hội tiềm năng nhất sẽ thuộc về các doanh nghiệp biết kết hợp sự am hiểu thị trường với các trải nghiệm vượt trội ở phân khúc giá tầm trung, sau đó mở rộng quy mô thông qua hiện diện của hệ thống cửa hàng, thương mại điện tử và mạng lưới phân phối toàn quốc.

**Disclaimer**  
© 2026 VinaCapital Fund Management JSC (VCFM). All rights reserved. This report has been prepared and is being issued by VCFM or one of its affiliates for distribution in Vietnam and overseas. The information herein is based on sources believed to be reliable. With the exception of information about VCFM, VCFM makes no representation about the accuracy of such information. Opinions, estimates, and projections express in this report represent the current views of the author at the date of publication only. They do not necessarily reflect the opinions of VCFM and are subject to change without notice. VCFM has no obligation to update, amend or in any way modify this report or otherwise notify a reader in the event that any of the subject matter or opinion, projections or estimates contained within it change or become inaccurate.

Neither the information nor any opinion expressed in this report are an offer, or an invitation to make an offer, to buy or to sell any securities or any option, futures, or other derivative instruments in any securities. Nor should it be construed as an advertisement for any financial instruments. This research report is prepared for general circulation and for general information only. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any person who may receive or read this report. Investors should note that the prices of securities fluctuate and may rise and fall. Past performance, if any, is no guide to the future.

Financial instruments discussed in this report, if any, may not be suitable for all investors. Investors must make their own financial decisions based on their particular financial situation and investment objectives. This report may not be copied, reproduced, published, or redistributed by any person for any purpose without the express permission of VCFM in writing. Please cite sources when quoting.

<sup>10</sup> Các doanh nghiệp dưới đây chỉ mang tính minh họa và không cấu thành khuyến nghị đầu tư.  
<sup>11</sup> Một số ví dụ tiêu biểu gồm “X-Men” – thương hiệu chăm sóc cá nhân dành cho nam của Việt Nam; “Diana” – thương hiệu sản phẩm chăm sóc phụ nữ nội địa; và “Highlands Coffee” – chuỗi cà phê hàng đầu Việt Nam với hơn 1.000 cửa hàng trên toàn quốc.