



PHÒNG THỦ & PHẢN CÔNG

NSI OUTLOOK
2H2026

LỜI NÓI ĐẦU

Kính gửi Quý Nhà đầu tư,

Nửa cuối năm 2026 mở ra trong một bối cảnh vĩ mô đan xen giữa những động lực bứt phá mạnh mẽ và các nút thắt rủi ro mang tính cấu trúc. Trên bình diện quốc tế, dòng vốn toàn cầu đang phải liên tục định vị lại trước rủi ro đình lạm tại Châu Âu, áp lực tài khóa khổng lồ của Mỹ, và làn sóng dư thừa công suất tràn ngập từ Trung Quốc. Những đứt gãy logistics và căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông tiếp tục là biến số khó lường, gây gián đoạn chuỗi cung ứng và neo giữ lạm phát chi phí đẩy ở mức cao.

Tại Việt Nam, nền kinh tế đang cho thấy sức bật đáng ghi nhận với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 9,1% và dòng vốn FDI giải ngân đạt mức kỷ lục 9,75 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm. Tuy nhiên, dưới lăng kính của Trung tâm Phân tích NSI, nền kinh tế đang tăng tốc nhanh hơn khả năng hấp thụ và chuyển hóa nguồn lực của hệ thống tài chính. Sự lệch pha cơ cấu đang bộc lộ rõ: tín dụng tăng nhanh vượt xa tốc độ huy động, tạo ra thiếu hụt thanh khoản buộc mặt bằng lãi suất liên ngân hàng lên cao và làm giảm biên lợi nhuận của toàn hệ thống. Quan trọng hơn, chất lượng tăng trưởng đang dựa vào việc bơm thêm vốn nhiều hơn là cải thiện năng suất. Trong môi trường này, tư duy **"Phòng thủ"** phải được thiết lập bằng các rào chắn rủi ro tỷ giá, quản trị chặt chẽ nợ xấu tiềm ẩn và chọn lọc khắt khe hiệu quả sử dụng vốn.

Tuy nhiên, thị trường không bao giờ thiếu vắng cơ hội cho những dòng tiền thông minh biết cách **"Phản công"** đúng lúc. Sự dịch chuyển của chuỗi cung ứng toàn cầu kết hợp với cơ chế kiến tạo từ Nghị quyết 10-NQ/TW đang mở ra một chu kỳ FDI thế hệ mới, hướng thẳng vào hạ tầng công nghệ cao, bán dẫn và trung tâm dữ liệu. Nút thắt đô thị đang dần được cởi trói bởi các đại dự án vành đai và quy hoạch theo mô hình TOD. Đặc biệt, thị trường vốn đang đứng trước ngưỡng cửa lịch sử với kỳ vọng nâng hạng từ FTSE vào tháng 09/2026, hứa hẹn trở thành chất xúc tác đảo chiều dòng vốn ngoại sau một chu kỳ bán rông kéo dài.

Thị trường chứng khoán 2H2026 khả năng cao sẽ không có một làn sóng tăng giá đồng thuận, mà tiếp tục phân hóa mạnh mẽ theo mô hình chữ K. Tại NSI, chúng tôi không dự báo thị trường bằng cảm tính. Ấn phẩm **NSI Outlook 2H2026: "Phòng thủ - Phản công"** được xây dựng dựa trên phân tích sâu các điểm nghẽn hệ thống và mô hình hóa dòng tiền. Chúng tôi hy vọng báo cáo này sẽ đóng vai trò như một bản đồ chiến thuật sắc nét, giúp Quý vị kiến tạo vành đai bảo vệ danh mục, đồng thời nhắm trúng các tọa độ tài sản sở hữu năng lực sinh lời vượt trội để tối đa hóa hiệu suất đầu tư trong giai đoạn tới.

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH NSI

MỤC LỤC

LỜI NÓI ĐẦU	2
PHẦN I. VĨ MÔ - CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG	4
1. Tổng quan kinh tế 5 tháng đầu năm 2026	5
2. Vĩ mô thế giới	7
3. Vĩ mô Việt Nam	23
4. Thị trường chứng khoán và chiến lược đầu tư 2H2026	41
PHẦN II. CÁC NHÓM NGÀNH CHIẾN LƯỢC VÀ CƠ HỘI ĐẦU TƯ	50
1. Tổng hợp danh mục cơ hội đầu tư 2H2026	51
2. Ngành ngân hàng	52
3. Ngành chứng khoán	61
4. Ngành bất động sản dân cư	66
5. Ngành bất động sản khu công nghiệp	72
6. Ngành điện	79
7. Ngành dầu khí	84
BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU VÀ TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM	89
THÔNG TIN LIÊN HỆ	90



PHẦN I

**VĨ MÔ
CHIẾN LƯỢC THỊ TRƯỜNG**

TỔNG QUAN KINH TẾ THẾ GIỚI 5T2026

	ĐIỂM NHẤN	TÍCH CỰC	TRUNG LẬP	TIÊU CỰC
Mỹ	• Rủi ro tài khóa gia tăng: Chi phí lãi vay cao hơn ngân sách quốc phòng, trong khi lượng lớn trái phiếu đáo hạn phải tái tục ở mặt bằng lãi suất cao hơn trước đó đáng kể. • Áp lực đình lạm: GDP quý I/2026 tăng 1.6% nhưng tiêu dùng suy yếu; lạm phát duy trì cao do cú sốc năng lượng Trung Đông. • Triển vọng: Tăng trưởng năm 2026 dự báo giảm còn 2.2%; Fed có thể tăng thêm 25 điểm cơ bản cuối năm.			
Trung Quốc	• Cung mạnh, cầu yếu: GDP quý I tăng 5%, nhưng tăng trưởng cả năm có thể giảm còn 4.5%; sản xuất phục hồi trong khi CPI và giá hàng tiêu dùng vẫn thấp. • Nhu cầu nội địa trì trệ: Bán lẻ tăng yếu, thất nghiệp thanh niên cao và đầu tư tài sản cố định giảm do bất động sản chưa phục hồi. • Chính sách: PBoC giữ LPR 1 năm ở 3% để ổn định Nhân dân tệ; Bắc Kinh tăng hỗ trợ hạ tầng AI và xuất khẩu công nghệ.			
Châu Âu	• Nguy cơ suy thoái kỹ thuật: GDP Eurozone quý I/2026 giảm 0.2% so với quý trước; tăng trưởng suy yếu trong khi lạm phát tăng lên 3.2% do giá năng lượng và nguyên liệu. • ECB chuyển sang thắt chặt: ECB tăng 25 điểm cơ bản, đưa lãi suất tiền gửi lên 2.25%; đồng thời hạ dự báo tăng trưởng 2026 xuống 0.8% và nâng lạm phát lên 3%.			
Nhật Bản	• Phục hồi chậm: Tăng trưởng năm 2026 dự báo chỉ khoảng 0.5%, chịu tác động từ lạm phát và căng thẳng thương mại với Trung Quốc, dù nhu cầu AI vẫn hỗ trợ xuất khẩu. • Dư địa chính sách hạn chế: CPI ở mức 2.8% thúc đẩy BOJ nâng lãi suất, nhưng nợ công trên 200% GDP khiến quá trình thắt chặt phải diễn ra thận trọng. • Rủi ro tỷ giá: Nhật Bản sẵn sàng can thiệp trực tiếp nếu chênh lệch lãi suất với Mỹ tiếp tục gây áp lực mất giá lên đồng yen.			

TỔNG QUAN KINH TẾ VIỆT NAM 5T2026

	ĐIỂM NHẤN	TÍCH CỰC	TRUNG LẬP	TIÊU CỰC
Tăng trưởng kinh tế có sự cải thiện	Sản xuất bùng nổ, áp lực nhập siêu: Chỉ số IIP 5 tháng tăng 9.1% (ngành chế biến, chế tạo tăng 9.5%), PMI tháng 5 đạt 52.8 điểm nhờ làn sóng tích trữ hàng tồn kho ngắn hạn của khách hàng. Nhập khẩu tăng tốc khiến nền kinh tế nhập siêu 13.8 tỷ USD, nhưng tỷ giá được gánh đỡ vững chắc nhờ (1) chính sách lãi suất linh hoạt, (2) tính chu kỳ của dòng tiền thanh toán và (3) dòng vốn giải ngân tích cực từ khối FDI.			
Tiêu dùng hạ nhiệt, lạm phát cận trần	Tổng mức bán lẻ tăng 11.2% YoY nhưng tăng trưởng thực tế (loại trừ yếu tố giá) bị kéo lùi còn 6.1% dưới tác động của áp lực giá cả. CPI bình quân đạt 4.31%, tiệm cận ngưỡng mục tiêu kiểm soát 4.5% của Chính phủ. Rủi ro lạm phát chi phí đẩy và áp lực tỷ giá dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm khi đầu tư công tăng tốc.			
Căng thẳng thanh khoản ngân hàng	Tín dụng tăng trưởng 5.7% YTD tính đến tháng 5/2026, chạy trước và vượt quy mô huy động toàn hệ thống hơn 2 triệu tỷ đồng. Thặng dư ngân sách nhà nước lớn (gần 500,000 tỷ đồng) giữ một lượng tiền mặt lớn ngoài hệ thống, buộc các ngân hàng phải cạnh tranh tăng lãi suất huy động và làm co hẹp biên lợi nhuận. NHNN phải duy trì số dư bơm tiền qua kênh OMO quanh mức 300,000 tỷ đồng, kết hợp với tiền gửi của Kho bạc Nhà nước trong hệ thống và neo lãi suất liên ngân hàng ở mức cao để bảo vệ thanh khoản cùng với tỷ giá USD/VND.			
Triển vọng bùng nổ cuối năm	Tiến độ giải ngân vốn NSNN được dự báo sẽ tăng tốc mạnh mẽ nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP cả năm đạt 10%. Nửa cuối năm 2026 kỳ vọng chứng kiến làn sóng bùng nổ thu hút dòng vốn ngoại nhờ các động thái thúc đẩy IPO/thoái vốn doanh nghiệp nhà nước, triển khai sàn giao dịch tài sản mã hóa, sàn vàng và được kỳ vọng xem xét đưa vào vào sổ chỉ số mới nổi thứ cấp của FTSE.			

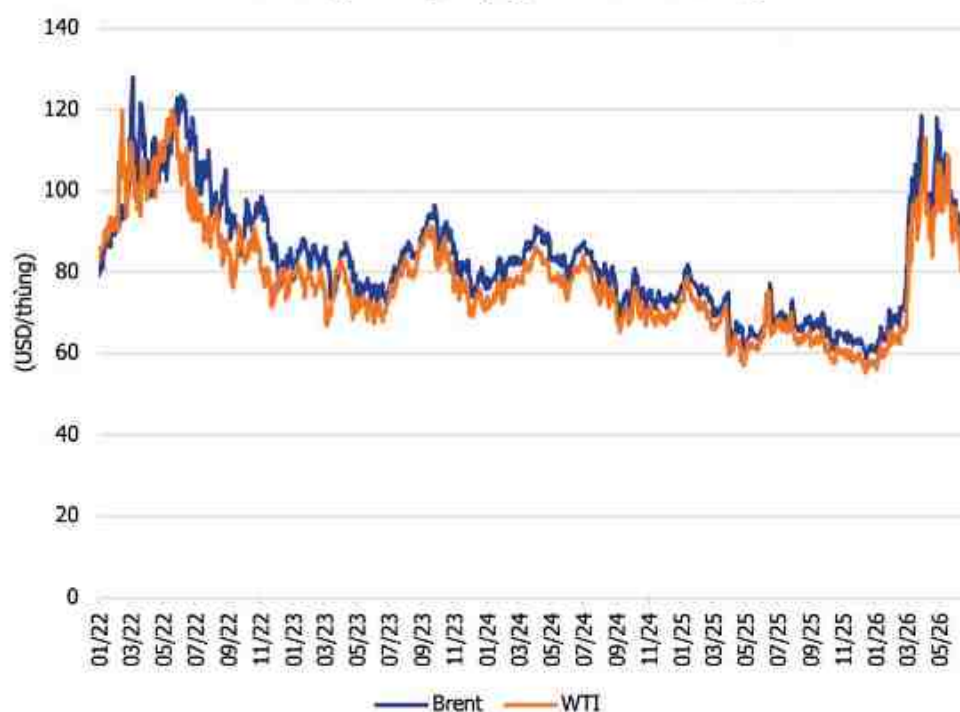
Tác động cuộc chiến với Iran ảnh hưởng bất lợi lên nền kinh tế Mỹ

❖Diễn biến địa chính trị căng thẳng tại Vùng Vịnh và Biển Đỏ gây áp lực lên giá dầu

Lực lượng Houthi sử dụng UAV và tàu ngầm không người lái (UUV) giá rẻ để phong tỏa eo biển Bab el-Mandeb (tuyến Biển Đỏ - Suez) và đe dọa eo biển Hormuz (nơi lưu thông 20% lượng dầu thô thế giới). Năng lực né radar của UUV buộc Mỹ và liên minh quốc tế phải tiêu tốn các dòng tên lửa đánh chặn trị giá hàng triệu USD để đối phó với các vũ khí chỉ vài chục ngàn USD, gây tổn thất lớn cho chi phí quốc phòng.

Để bảo vệ đội tàu, các hãng vận tải biển bắt buộc phải thay đổi lộ trình, đi vòng qua Mũi Hảo Vọng (Nam Phi) thay vì đi qua Kênh đào Suez, khiến thời gian giao hàng từ châu Á sang châu Âu và Mỹ bị kéo dài thêm từ 10 đến 14 ngày. Việc kéo dài hải trình đã kích hoạt chuỗi hệ lụy tài chính dây chuyền: làm tăng mạnh chi phí nhiên liệu (tiêu hao thêm hàng trăm ngàn USD tiền dầu), đẩy phí bảo hiểm rủi ro chiến tranh lên mức đỉnh và gây ra tình trạng khan hiếm container trống cục bộ do chu kỳ quay vòng của tàu bị kéo dài. Bên cạnh đó, các lệnh trừng phạt bổ sung từ Washington nhắm vào "hạm đội ma" vận chuyển dầu của Iran đã đẩy phí bảo hiểm rủi ro địa chính trị lên cao. Vậy nên điều này thị trường năng lượng liên tục biến động mạnh trước nguy cơ gián đoạn nguồn cung từ Trung Đông, tạo áp lực lạm phát dây chuyền lên các nền kinh tế lớn phương Tây.

Diễn biến giá năng lượng trở nên khó lường



Nguồn: Investing

Chỉ số BDI gia tăng đáng kể kể từ thời điểm chiến sự diễn ra



Nguồn: Investing

❖Ngưỡng hạt nhân cận vũ khí của Tehran và Phản ứng tối cao từ Mỹ

Các kênh đối thoại gián tiếp (Oman, Qatar) rơi vào trạng thái tê liệt hoàn toàn cho thấy lập trường của hai bên đã đạt đến mức cực đoan không thể thỏa hiệp. Hơn thế nữa, Tehran tăng tốc làm giàu uranium lên mức cận vũ khí đồn Washington và đồng minh Israel vào thế bắt buộc phải hành động quân sự phủ đầu. Tuyên bố sẵn sàng áp dụng "mọi biện pháp cần thiết" của Washington đồng nghĩa với việc Mỹ chấp nhận kích hoạt kịch bản xung đột toàn diện, làm suy yếu năng lực hạt nhân của Iran, chấp nhận rủi ro phong tỏa hoàn toàn eo biển Hormuz.

KINH TẾ MỸ

Tác động cuộc chiến với Iran ảnh hưởng bất lợi lên nền kinh tế Mỹ

❖ Chính sách tài khóa vào thế tiến thoái lưỡng nan

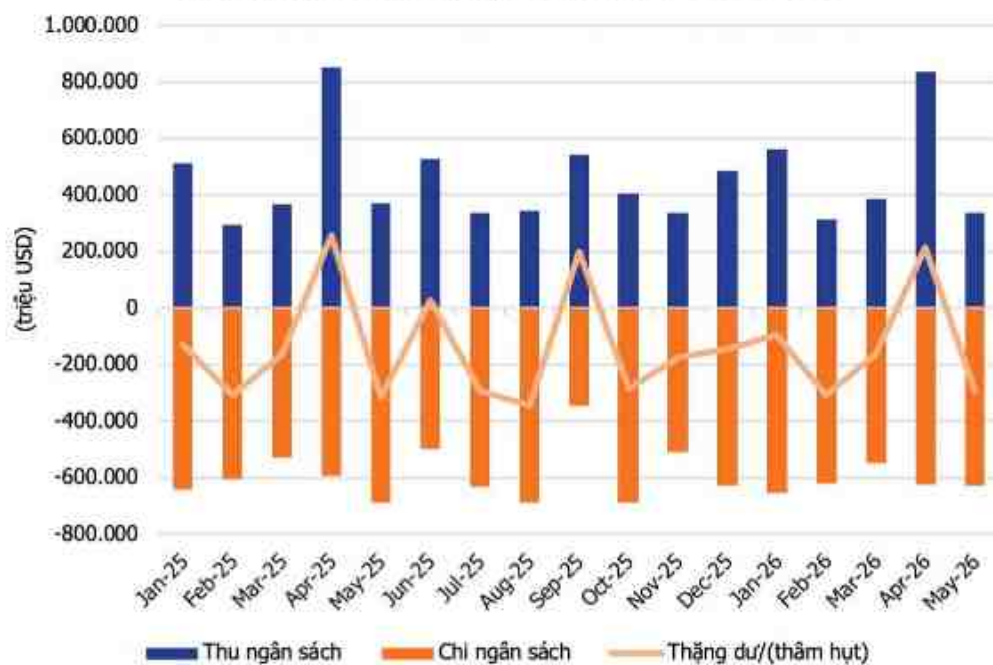
Để tài trợ cho chiến tranh, Kho bạc Mỹ buộc phải ồ ạt phát hành thêm trái phiếu mới. Trong bối cảnh mặt bằng lãi suất trái phiếu đang bị neo cao ở mức trên 4%, chi phí trả lãi ròng của chính phủ liên bang tăng vọt theo đường thẳng đứng, vượt mức ngân sách dành cho Quốc phòng, đẩy tài khóa vào trạng thái kiệt quệ. Chi tiêu cho chiến sự liên tục phình to khi hải quân Mỹ rơi vào thế tiến thoái lưỡng nan về hiệu suất kinh tế khi phải sử dụng tên lửa công nghệ cao SM-2/SM-6 (giá 2 - 4.3 triệu USD/quả) để đánh chặn UAV/UUV tự sát thô sơ (giá 10,000 – 20,000 USD). Việc chính phủ bơm thêm tiền và thanh khoản vào hệ thống để mua sắm vũ khí, khí tài vô tình kích thích tổng cầu và trực tiếp tiếp thêm nhiên liệu cho ngọn lửa lạm phát.

❖ Liệu cuộc chiến tranh đã đi đến hồi kết?

Ngày 17/06/2026, Mỹ và Iran đã chính thức ký biên bản ghi nhớ gồm 14 điểm nhằm chấm dứt cuộc chiến khốc liệt kéo dài từ ngày 28/02/2026. Theo đó, lệnh ngừng bắn tạm thời sẽ được gia hạn thêm 60 ngày để các nhà ngoại giao hai bên tiến hành đàm phán một hiệp ước hòa bình vĩnh viễn. Nội dung thỏa thuận xoay quanh việc Mỹ đồng ý chấm dứt chiến tranh trên mọi mặt trận; dỡ bỏ hoàn toàn lệnh phong tỏa các cảng biển của Iran; hủy bỏ các biện pháp trừng phạt kinh tế và giải băng hàng tỷ USD tài sản cho Tehran. Đặc biệt, một quỹ đầu tư tư nhân trị giá 300 tỷ USD sẽ được thành lập để phục vụ công tác tái thiết sau chiến tranh của Iran. Về phía Iran, quốc gia này tái khẳng định cam kết không chế tạo vũ khí hạt nhân, chấp nhận thực hiện việc "làm loăng" kho dự trữ uranium đã làm giàu ngay tại chỗ dưới sự giám sát nghiêm ngặt của Cơ quan Năng lượng Nguyên tử Quốc tế (IAEA).

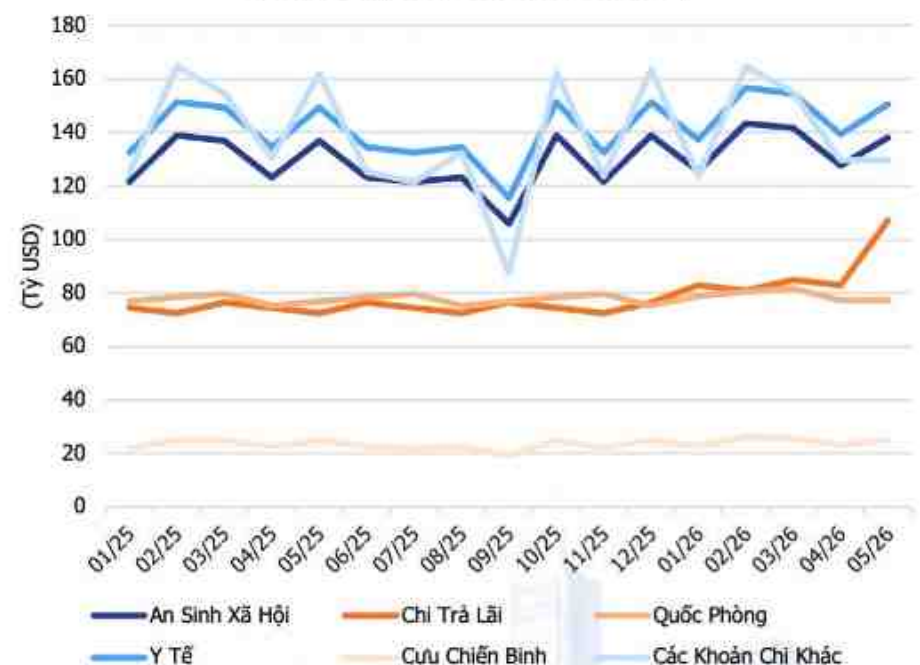
Điều khoản quan trọng nhất là việc khơi thông hoàn toàn và miễn phí Eo biển Hormuz – tuyến hải trình huyết mạch chi phối nguồn cung dầu mỏ thế giới, giúp giá năng lượng toàn cầu hạ nhiệt đáng kể. NSI cho rằng đây là tiền đề quan trọng giúp xoay chuyển kịch bản tăng lãi suất vào tháng 12/2026 của Fed, mở ra cơ hội cho các thị trường mới nổi như Việt Nam ổn định về mặt tỷ giá trong giai đoạn cuối năm.

Thâm hụt ngân sách Mỹ đạt 1.2 nghìn tỷ USD 5T2026



Nguồn: Cục thống kê lao động Mỹ

Các hạng mục chi tiêu ngân sách Mỹ



Nguồn: Dữ liệu tài khóa Kho Bạc Mỹ

KINH TẾ MỸ

Kinh tế Mỹ duy trì ổn định trong đầu năm 2026

❖ Tăng trưởng GDP chậm lại trước áp lực từ lạm phát

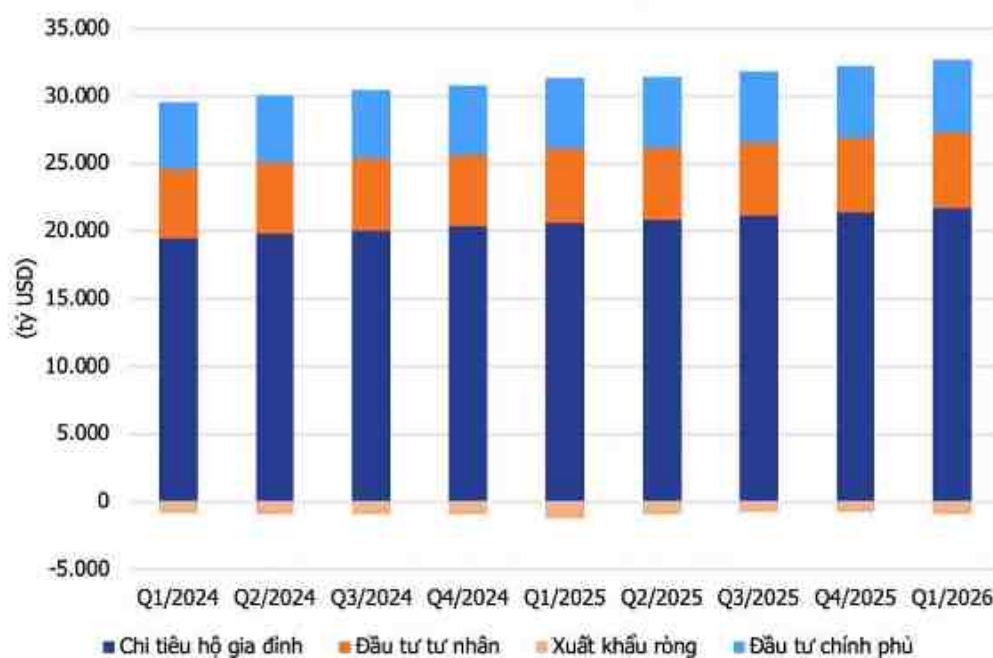
Số liệu tăng trưởng GDP của Mỹ trong Q1/2026 bị điều chỉnh giảm từ 2.0% xuống 1.6% trong lần ước tính thứ hai này phản ánh những tổn thương sâu sắc từ chuỗi cung ứng và sức mua:

"Cơn khát" linh kiện bán dẫn làm phình to thâm hụt thương mại: Sự bùng nổ của hệ sinh thái AI trong nước đòi hỏi các doanh nghiệp Mỹ phải tăng tốc nhập khẩu một lượng khổng lồ vi mạch và linh kiện máy tính từ châu Á. Việc nhập khẩu ròng tăng vọt đã tạo ra một lực cản kỹ thuật rất lớn, trực tiếp khấu trừ vào giá trị GDP thực tế.

Chi tiêu tiêu dùng hạ nhiệt dưới áp lực lạm phát: Chi tiêu của hộ gia đình (Consumer Spending) — vốn chiếm hơn 68% nền kinh tế Mỹ — đã bị điều chỉnh giảm so với ước tính ban đầu. Áp lực từ chi phí sinh hoạt đắt đỏ do cuộc chiến Trung Đông đẩy giá dầu lên cao, cộng với thu nhập khả dụng liên tục sụt giảm đã khiến tầng lớp trung-thấp lưu bắt đầu thắt lưng buộc bụng, chỉ còn nhóm thu nhập cao gánh đỡ sức mua. Trong khi đó, sự thăng hoa của thị trường cổ phiếu (nhóm công nghệ/bán dẫn liên tục tạo đỉnh mới) đã gia tăng tài sản ròng của các hộ gia đình thu nhập cao, từ đó giữ nhịp cho tổng cầu tiêu dùng cuối cùng.

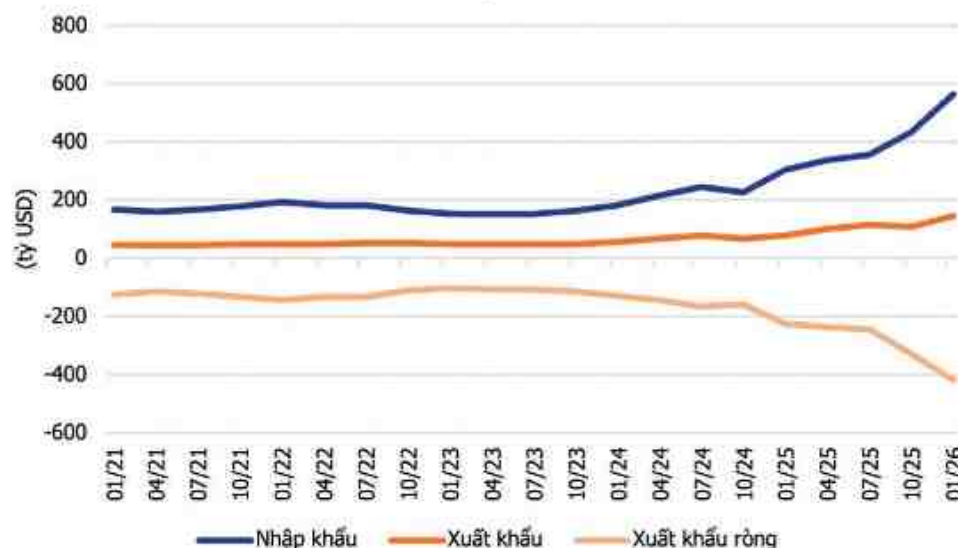
Yếu tố chính phủ: Việc Chính phủ Liên bang Mỹ mở cửa trở lại sau đợt đóng cửa vào mùa thu năm ngoái đã giải phóng các khoản chi tiêu công bị trì hoãn, đóng góp tích cực của GDP nói chung.

Cấu phần GDP của Mỹ



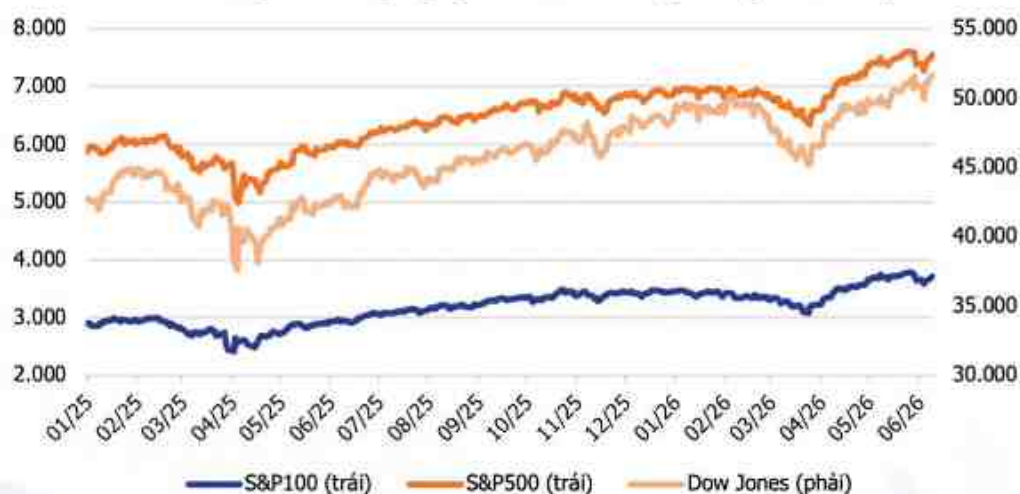
Nguồn: Bureau of Economic Analysis

Giá trị nhập siêu máy tính, linh kiện điện tử của Mỹ ở mức đáng kể



Nguồn: FRED

Nhóm cổ phiếu công nghệ dẫn dắt đà tăng chứng khoán Mỹ



Nguồn: Investing

Biến động giá cổ phiếu nhóm MAG7



Nguồn: Investing

Kinh tế Mỹ duy trì ổn định trong đầu năm 2026

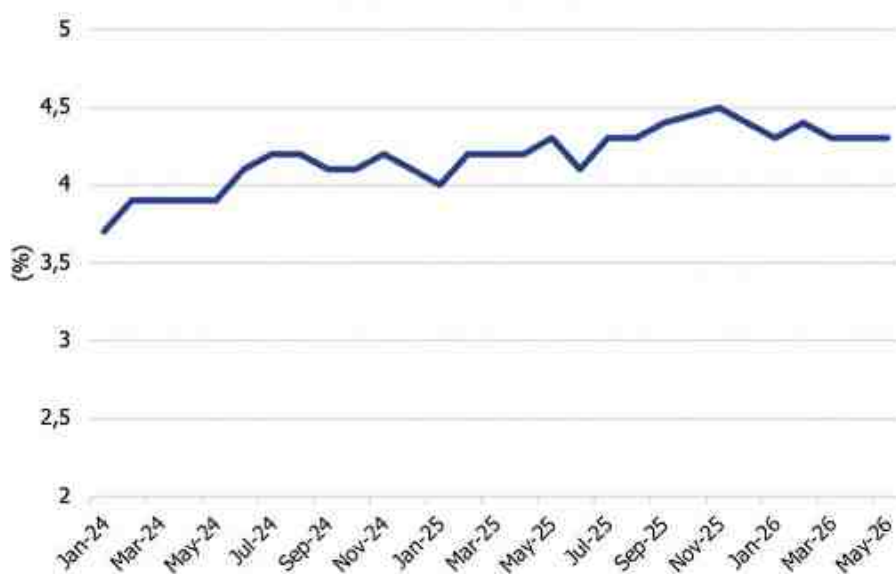
❖Thị trường lao động duy trì ổn định

Thị trường lao động Mỹ tháng 05/2026 tiếp tục ghi nhận trạng thái kiên cường vượt xa các dự báo bi quan khi số lượng việc làm mới phi nông nghiệp (NFP) tăng mạnh thêm 172,000 vị trí. Tuy nhiên, nội tại thị trường bộc lộ sự phân hóa cấu trúc sâu sắc theo mô hình chữ K dưới tác động của chính sách tiền tệ. Trong khi khối dịch vụ, khách sạn, y tế và chi tiêu công đóng vai trò là bệ đỡ nâng đỡ tổng cầu với hơn 120,000 vị trí được bổ sung, thì nhóm ngành tài chính – ngân hàng lại gánh chịu tổn thương nặng nề khi phải cắt giảm mạnh 22,000 nhân sự do biên lợi nhuận bị bóp nghẹt bởi chi phí vốn neo cao. Do đó, nhìn chung tỷ lệ thất nghiệp chưa có sự thay đổi đáng kể, duy trì ở mức 4.3% tháng thứ ba liên tiếp.

Trong khi đó, tốc độ tăng trưởng tiền lương bình quân đã giảm mạnh về mức 3.4% YoY — ngưỡng thấp nhất trong vòng 5 năm qua. Tốc độ tăng lương chậm lại này là chốt chặn quan trọng giúp bẻ gãy nguy cơ kích hoạt vòng xoáy Lương – Giá, mang lại cho các nhà điều hành chính sách một tín hiệu hạ nhiệt lạm phát bền vững mà không cần phải đánh đổi bằng sự đổ vỡ của sức mua toàn thị trường.

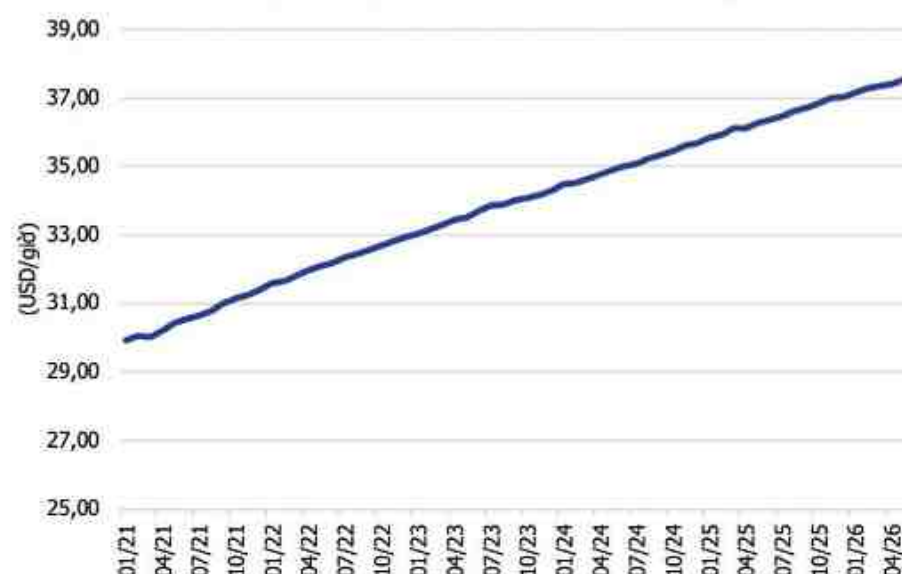
Nhìn chung, thị trường lao động duy trì ổn định cho thấy nền kinh tế Mỹ chưa hề rơi vào suy thoái, cho phép Fed hoàn toàn không có áp lực phải vội vã cắt giảm lãi suất để cứu tăng trưởng trong các quý giữa năm.

Tỷ lệ thất nghiệp Mỹ



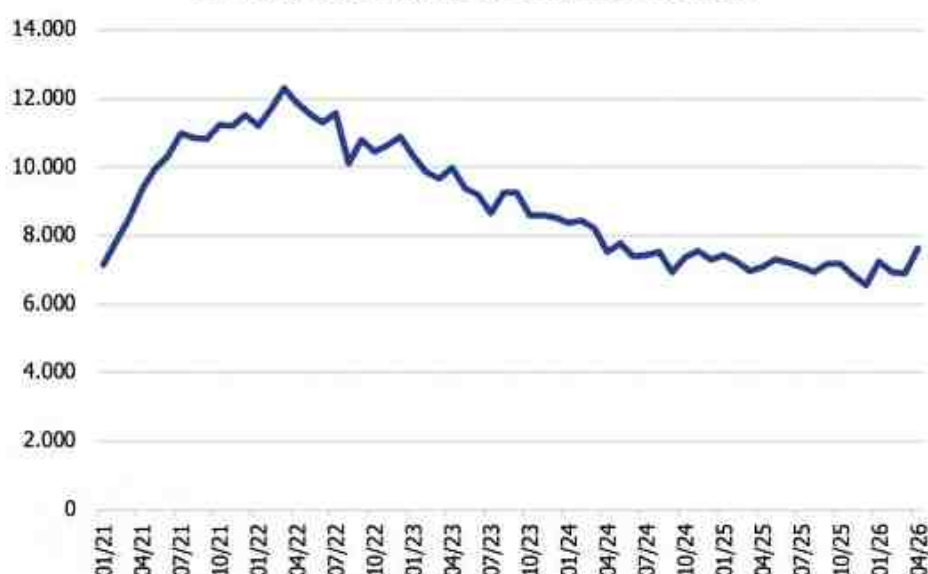
Nguồn: FRED

Tiền lương khu vực tư nhân tăng trưởng ổn định



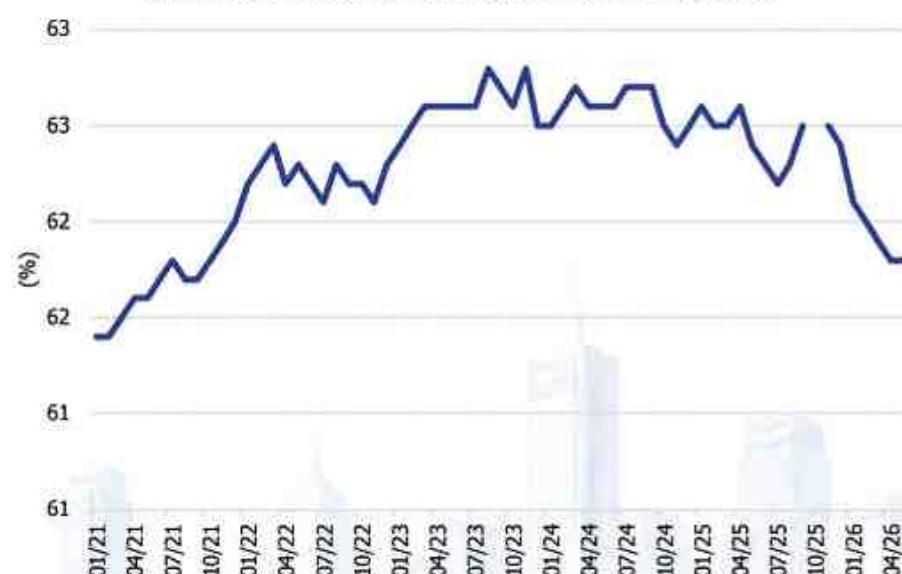
Nguồn: FRED

Số lượng việc làm mới tiếp tục cải thiện



Nguồn: FRED

Tỷ lệ dân số tham gia lao động có xu hướng giảm



Nguồn: FRED

KINH TẾ MỸ

Kinh tế Mỹ duy trì ổn định trong đầu năm 2026

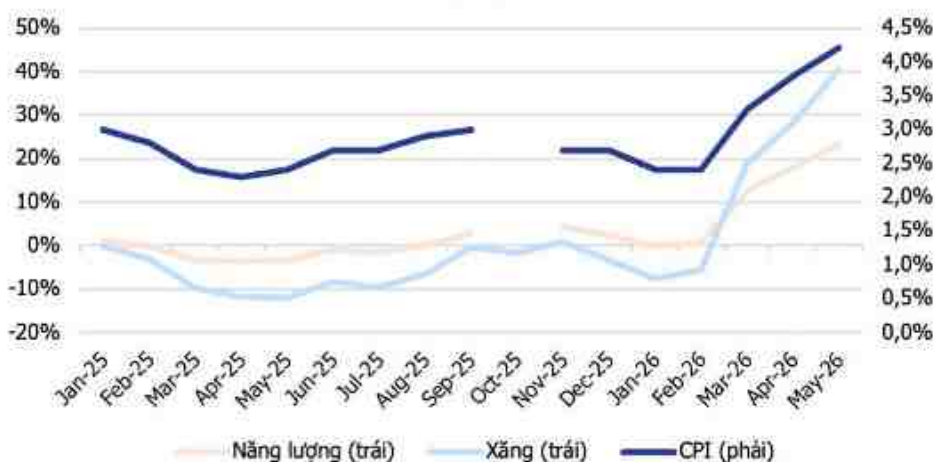
❖ Lạm phát tiềm ẩn trên nhiều khía cạnh

CPI tháng 5/2026 của Mỹ phản ánh áp lực lớn lên chi phí sinh hoạt khi chỉ số tổng thể vọt tăng 0.5% MoM, đẩy lạm phát tiêu dùng theo năm lên mức 4.2% YoY. Cơ cấu khủng hoảng cung ứng từ xung đột vùng Vịnh là tác nhân chính, cấu thành tới hơn 60% tổng mức tăng của CPI thông qua mức tăng 3.9% MoM của toàn nhóm năng lượng. Trong đó, giá xăng nháy vọt 7.0% MoM / 40.5% YoY và dầu hỏa vọt tăng 58.9% YoY. Mặc dù lạm phát lõi tạm thời được giữ nền ở mức 2.9% YoY nhờ mức giảm giá xe mới (-0.3% MoM), vật tư y tế (-0.7% MoM), và dịch vụ vận tải (0.6% MoM), chi phí nhà ở liên tục tăng 0.3% MoM / 3.4% YoY cho thấy lạm phát dịch vụ cốt lõi duy trì sự dai dẳng.

Ở phía ngược lại của chuỗi cung ứng, PPI cùng kỳ tăng mạnh 1.1% MoM, đẩy PPI theo năm chạm mốc 6.5% YoY. Đáng chú ý, nhóm hàng hóa thành phẩm ghi nhận mức tăng kỷ lục 2.8% MoM, xác lập biên độ tăng trưởng tháng lớn nhất kể từ năm 2009. Lực đẩy cực đoan này bắt nguồn từ mức nháy vọt 10.7% MoM của giá năng lượng kết hợp với đà tăng 2.6% MoM của dịch vụ vận tải và kho bãi, bộc lộ sự tổn thương sâu sắc của chuỗi cung ứng trước các đứt gãy logistics tại Biển Đỏ.

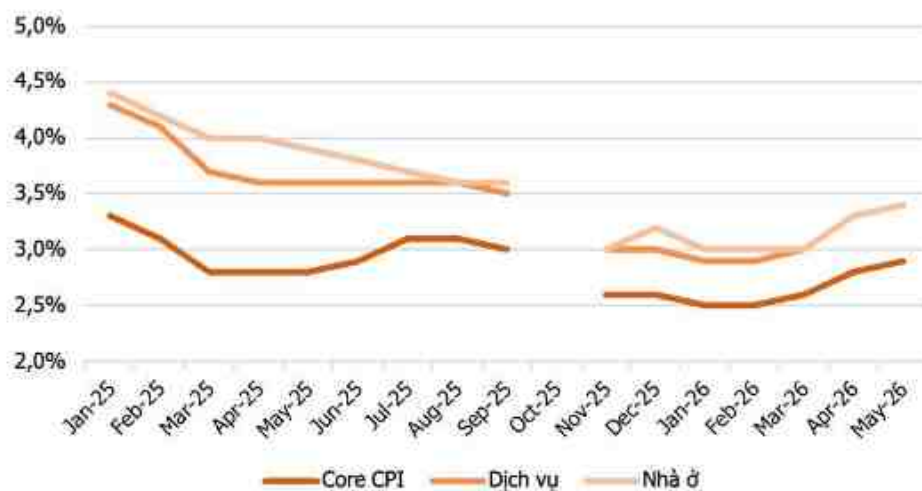
Sự kết hợp giữa CPI và PPI tạo ra một cơ chế truyền dẫn nguy hiểm, sớm muộn sẽ buộc doanh nghiệp phải chuyển giao chi phí sang giá bán cuối cùng, trực tiếp đe dọa phá vỡ nền lạm phát lõi CPI 2.9% YoY hiện tại. Cục diện này khóa chặt mức lãi suất điều hành của Fed quanh vùng 3.5% – 3.75% để chặn vòng xoáy lạm phát thứ hai, khiến kỳ vọng cắt giảm lãi suất trong năm 2026 trở nên khó khăn hơn.

CPI Mỹ đạt mức 4.2% trong tháng 5/2026 do gia tăng giá năng lượng



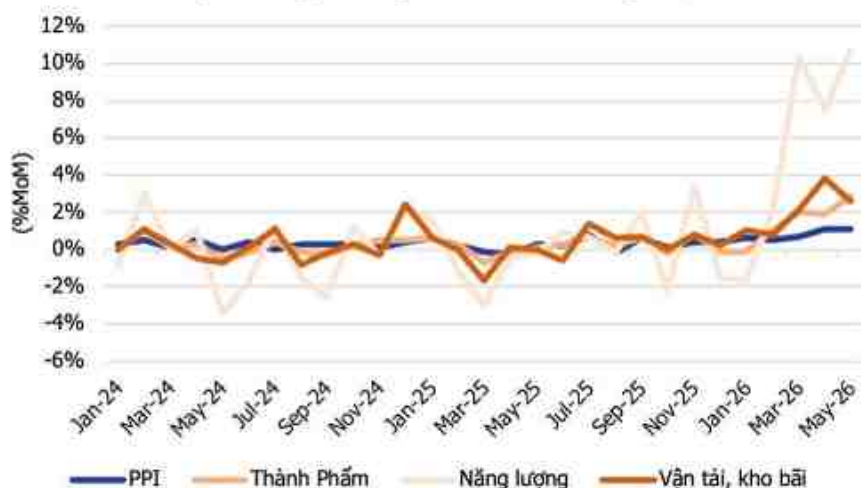
Nguồn: Cục thống kê lao động Mỹ

Core CPI được neo ở mức cao do giá dịch vụ và nhà ở



Nguồn: Cục thống kê lao động Mỹ

PPI duy trì tăng trưởng 1.1% MoM trong T5/2026



Nguồn: Cục thống kê lao động Mỹ

Kỳ vọng Fed nâng lãi suất lên 0.25 điểm phần trăm vào tháng 12/2026

Ngày hợp	350-375	375-400	400-425
6/17/2026	99.55%	0.45%	0.00%
7/29/2026	91.00%	9.00%	0.00%
9/16/2026	69.18%	30.82%	0.00%
10/28/2026	57.00%	43.00%	0.00%
12/9/2026	23.63%	76.37%	0.00%
1/27/2027	11.00%	89.00%	0.00%
3/17/2027	0.00%	94.36%	5.64%
4/28/2027	0.00%	89.00%	11.00%
6/9/2027	0.00%	90.46%	9.54%
7/28/2027	0.00%	96.00%	4.00%
9/15/2027	0.96%	99.04%	0.00%
10/27/2027	9.00%	91.00%	0.00%
12/8/2027	15.74%	84.26%	0.00%

Nguồn: CME Group

KINH TẾ MỸ

Kinh tế Mỹ đối mặt với áp lực tài khóa đáng kể vào nửa cuối 2026

❖ Cái bẫy đảo nợ cấu trúc và điểm giao cắt tài khóa lịch sử

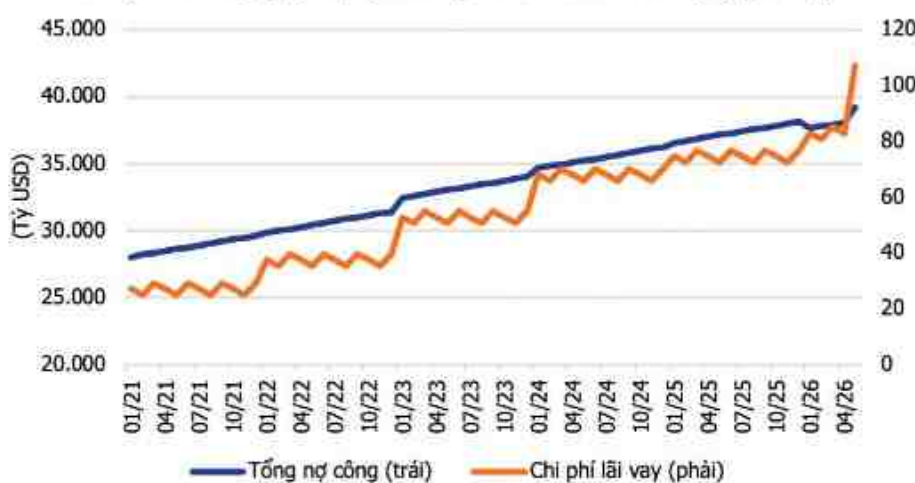
Áp lực tài khóa của Hoa Kỳ bước vào năm 2026 không chỉ đến từ khối nợ công khổng lồ tích tụ, mà cốt lõi nằm ở "cái bẫy đảo nợ" đầy nguy hiểm. Mấu chốt vấn đề nằm ở việc Kho bạc Mỹ sai lầm khi phát hành tỷ trọng lớn trái phiếu ngắn và trung hạn với lãi suất thấp để tài trợ cho các thâm hụt cấu trúc dài hạn. Đến giai đoạn 2025–2026, khối nợ giá rẻ này đồng loạt đáo hạn, buộc Mỹ phải tái phát hành trái phiếu mới dưới mặt bằng lãi suất 3.5% -3.75% của Fed. Việc phụ thuộc vào vốn ngắn hạn đã biến áp lực trả lãi thành một cú sốc dốc đứng, thay vì tăng tịnh tiến theo năm. Lần đầu tiên trong lịch sử, ngân sách phục vụ nợ công của Mỹ chính thức vượt qua toàn bộ chi tiêu Quốc phòng, làm kiệt quệ tài chính công và thu hẹp không gian kích cầu vĩ mô.

❖ Rủi ro tăng lãi suất từ Fed tác động tới các chủ nợ và Việt Nam

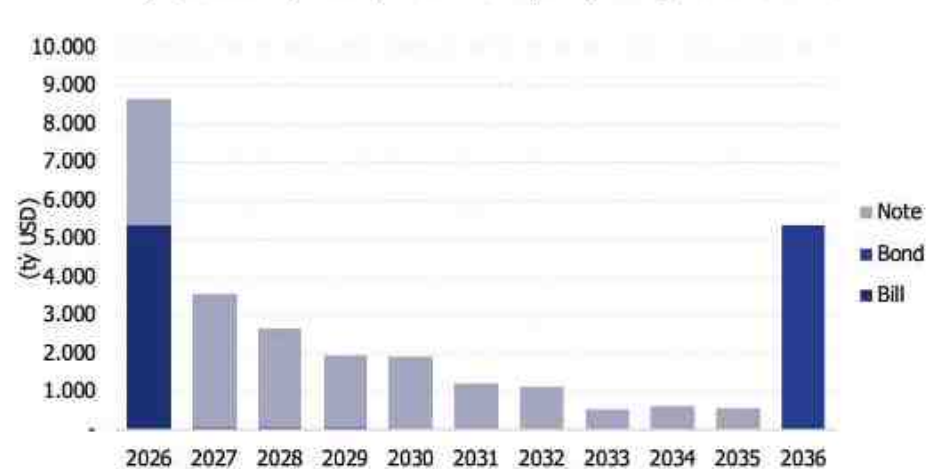
Việc Fed có khả năng nâng lãi suất vào cuối năm 2026 sẽ giáng một đòn mạnh vào bảng cân đối kế toán của các chủ nợ trên thế giới. Điều này sẽ khiến khối lượng khổng lồ Trái phiếu Kho bạc Mỹ lãi suất thấp (1-2%) từ giai đoạn trước bị mất giá nghiêm trọng trên thị trường thứ cấp. Hệ quả là Ngân hàng Trung ương của các nước phải gánh chịu những khoản lỗ trên sổ sách lên tới hàng trăm tỷ USD, làm co hẹp biên độ an toàn thanh khoản ngoại hối nội địa.

Đối với thị trường mới nổi, hệ lụy này đã nhìn thấy rõ khi Bank Indonesia phải chủ động tiến hành một đợt tăng lãi suất khẩn cấp ngoài chu kỳ để bảo vệ đồng nội tệ ngay trước thềm cuộc họp của Fed. Trước gọng kìm thắt chặt quy mô toàn cầu này, Việt Nam và các quốc gia trong khu vực chắc chắn sẽ phải duy trì vị thế phòng thủ nghiêm ngặt, buộc phải chấp nhận kịch bản Fed trì hoãn các kế hoạch hạ lãi suất để ưu tiên mục tiêu ổn định kinh tế vĩ mô trong nửa cuối năm 2026.

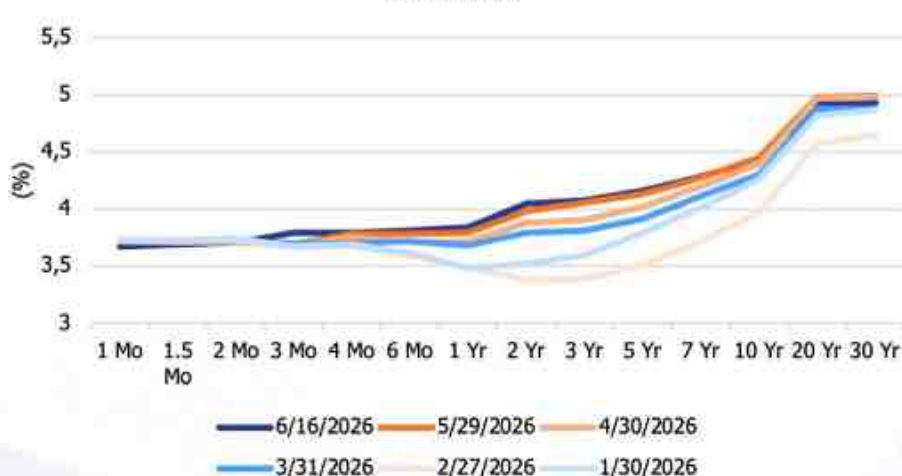
Chi phí lãi vay gây áp lực đáng kể lên tài khóa Mỹ (tỷ USD)



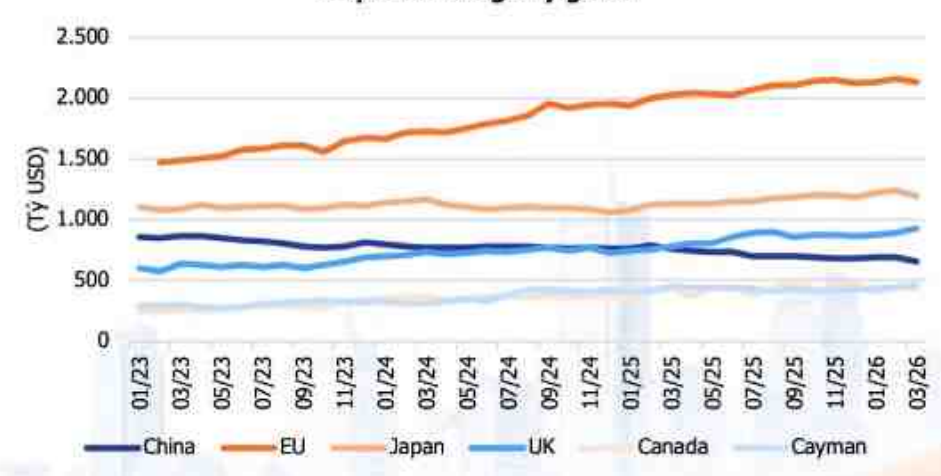
Áp lực đáo hạn trái phiếu kho bạc Mỹ đáng kể vào 2026



Lãi suất trái phiếu Mỹ các kỳ hạn gia tăng đáng kể từ đầu năm 2026



Giá trị nắm giữ trái phiếu kho bạc Mỹ của Trung Quốc và Nhật Bản đang suy giảm



Nguồn: FRED

Nguồn: FRED

KINH TẾ MỸ

Định hướng điều hành bất định đến từ tân chủ tịch FED

Trong cuộc họp chính sách mang tính lịch sử vào ngày 17/06/2026, Fed dưới sự chủ trì lần đầu tiên của tân Chủ tịch Kevin Warsh đã đồng thuận nhất trí giữ nguyên lãi suất mục tiêu ở mức 3.50% - 3.75%. Bên cạnh đó, tân Chủ tịch Kevin Warsh mạnh tay loại bỏ hoàn toàn định hướng tương lai (Forward Guidance) ra khỏi tuyên bố chính sách là một thông điệp tuyên chiến mạnh mẽ đối với lạm phát và cách vận hành cũ của Wall Street.

Nhiều năm qua, Wall Street đã quen với việc được Fed "nuông chiều" bằng cách báo trước lộ trình lãi suất từ vài tháng đến vài quý. Trong khi đó, chiến lược của Kevin Warsh hướng tới việc biến Fed thành một thực thể phản ứng nhanh, linh hoạt và hoàn toàn phụ thuộc vào dữ liệu thực tế. Bằng cách không đưa ra cam kết dài hạn, Fed tước đi công cụ đầu cơ dựa trên dự đoán của thị trường, bắt buộc các định chế tài chính phải thận trọng hơn trong quản trị rủi ro.

Hơn thế nữa, việc Fed nâng mạnh dự báo lạm phát PCE lõi lên mức 3.6% trong năm 2026 cho thấy cơ quan này thừa nhận làn sóng lạm phát thứ hai đang diễn ra phức tạp. Tác nhân không còn là tổng cầu quá nóng mà dịch chuyển sang phía cung ứng. Ngoài ra, sự chia rẽ sâu sắc trong nội bộ FOMC được bộc lộ rõ qua biểu đồ chấm (dot plot) khi có tới 9 trên 18 quan chức sẵn sàng bỏ phiếu tăng lãi suất vào cuối năm. Đáng chú ý, việc ông Warsh chủ động không nộp dự báo cá nhân cho thấy vị tân Chủ tịch muốn giữ thể chủ động tuyệt đối, không để lộ ý đồ chiến thuật nhằm duy trì tính bất ngờ đối với thị trường.

Bảng: Dự báo kinh tế của các Thành viên Hội đồng Dự trữ Liên bang và Chủ tịch các Ngân hàng Dự trữ Liên bang

Chi tiêu	Trung vị				Xu hướng trung tâm				Khoảng dự báo			
	2026	2027	2028	Dài hạn	2026	2027	2028	Dài hạn	2026	2027	2028	Dài hạn
Tăng trưởng GDP thực	2.2	2.3	2.2	2	2.0-2.3	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	1.8-2.6	1.9-2.9	1.8-2.6	1.7-2.5
<i>Dự báo tháng 3</i>	<i>2.4</i>	<i>2.3</i>	<i>2.1</i>	<i>2</i>	<i>2.2-2.5</i>	<i>2.0-2.4</i>	<i>2.0-2.3</i>	<i>1.8-2.0</i>	<i>2.1-2.7</i>	<i>2.0-2.7</i>	<i>1.8-2.7</i>	<i>1.7-2.5</i>
Tỷ lệ thất nghiệp	4.3	4.3	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.5	4.1-4.3	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.6	4.0-4.4	3.8-4.5
<i>Dự báo tháng 3</i>	<i>4.4</i>	<i>4.2</i>	<i>4.2</i>	<i>4.2</i>	<i>4.3-4.5</i>	<i>4.2-4.4</i>	<i>4.0-4.4</i>	<i>4.0-4.3</i>	<i>4.3-4.6</i>	<i>4.0-4.5</i>	<i>4.0-4.5</i>	<i>3.8-4.5</i>
Lạm phát PCE	3.6	2.3	2	2	3.5-3.7	2.2-2.5	2.0-2.1	2.0	2.7-4.1	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0
<i>Dự báo tháng 3</i>	<i>2.7</i>	<i>2.2</i>	<i>2</i>	<i>2</i>	<i>2.6-3.1</i>	<i>2.0-2.3</i>	<i>2.0</i>	<i>2.0</i>	<i>2.3-3.3</i>	<i>1.8-2.4</i>	<i>1.9-2.2</i>	<i>2.0</i>
Lạm phát PCE cốt lõi	3.3	2.5	2.1		3.2-3.5	2.3-2.6	2.0-2.2		2.6-3.5	2.0-3.0	2.0-2.4	
<i>Dự báo tháng 3</i>	<i>2.7</i>	<i>2.2</i>	<i>2</i>		<i>2.5-2.8</i>	<i>2.0-2.4</i>	<i>2.0</i>		<i>2.2-3.0</i>	<i>2.0-2.5</i>	<i>2.0-2.2</i>	
<i>Ghi chú: Lộ trình chính sách phù hợp được dự báo</i>												
Lãi suất Fed funds	3.8	3.6	3.4	3.1	3.6-4.1	3.1-3.9	3.1-3.6	3.0-3.5	3.4-4.4	2.9-4.4	2.9-3.9	2.9-3.9
<i>Dự báo tháng 3</i>	<i>3.4</i>	<i>3.1</i>	<i>3.1</i>	<i>3.1</i>	<i>3.1-3.6</i>	<i>2.9-3.6</i>	<i>2.9-3.6</i>	<i>2.9-3.5</i>	<i>2.6-3.6</i>	<i>2.4-3.9</i>	<i>2.6-3.9</i>	<i>2.6-3.9</i>

Nguồn: FED

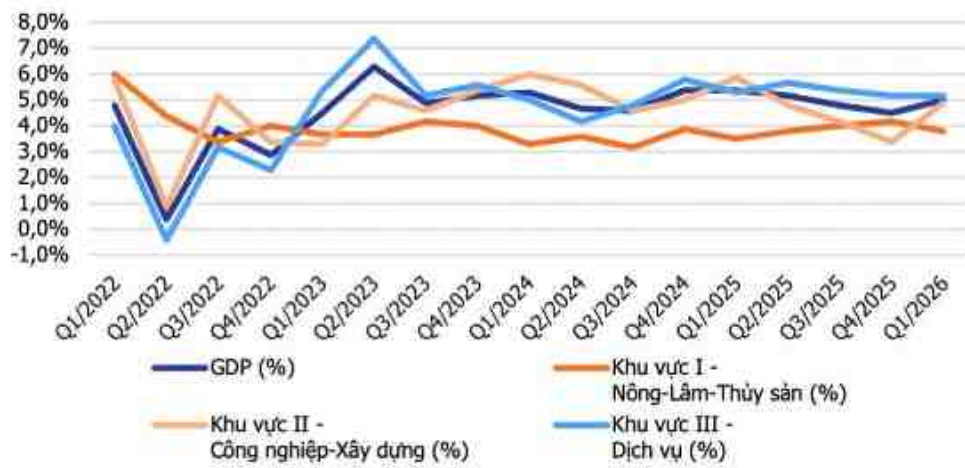
KINH TẾ TRUNG QUỐC

Trung Quốc thoát khỏi trạng thái giảm phát nhưng còn nhiều thách thức phải đối mặt

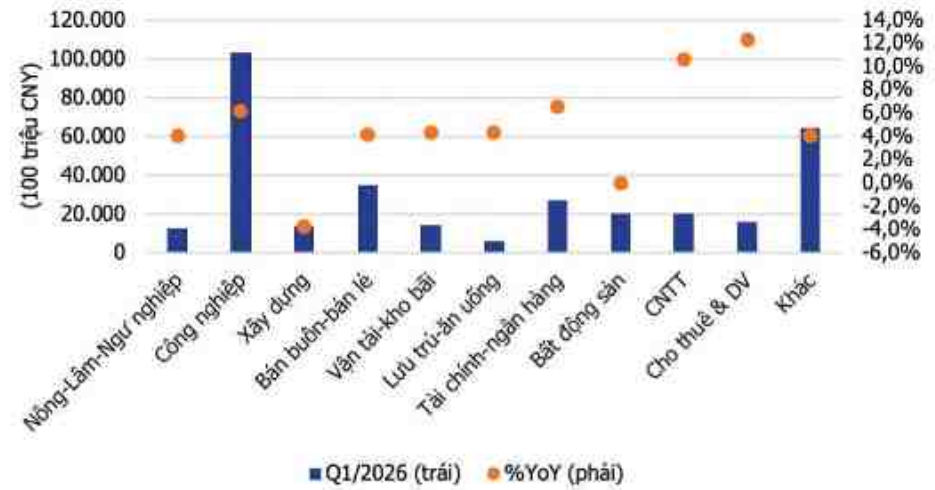
GDP Quý 1 năm 2026 của Trung Quốc đạt 5.0% YoY (so với cùng kỳ năm trước), cao hơn rõ rệt so với mức dự báo đồng thuận của thị trường là 4.8% và con số của kỳ báo cáo trước đó là 4.5%. Trong đó, ngành công nghiệp đóng góp tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu GDP, ghi nhận mức tăng trưởng ổn định 5% YoY. Nhóm ngành công nghệ thông tin (+10.6% YoY), cho thuê và dịch vụ (+12.2% YoY) là động lực tăng trưởng GDP chính trong Q1/2026.

Chỉ số PPI của các nhà sản xuất vào tháng 5 đạt 5.8% YoY, chủ yếu được thúc đẩy bởi giá mua vào của nhóm Kim loại màu (+22.0% YoY), nguyên liệu hóa chất (+11.8% YoY), và nhóm năng lượng (+10% YoY). Điều này cho thấy Trung Quốc đang tập trung nguồn vốn nhằm nâng cao năng lực AI, trung tâm dữ liệu, nhưng đổi lại, các nhà sản xuất cũng đang phải đối mặt với áp lực chi phí sản xuất tăng vọt. Trong khi đó, PPI của nhóm hàng tiêu dùng thành phẩm lại giảm 0.8% YoY cho thấy các nhà sản xuất không thể chuyển giao chi phí nguyên liệu đắt đỏ này sang giá bán cho người tiêu dùng vì sức mua nội địa quá yếu. Do đó, biên lợi nhuận của các doanh nghiệp trung và hạ nguồn bị ảnh hưởng tiêu cực.

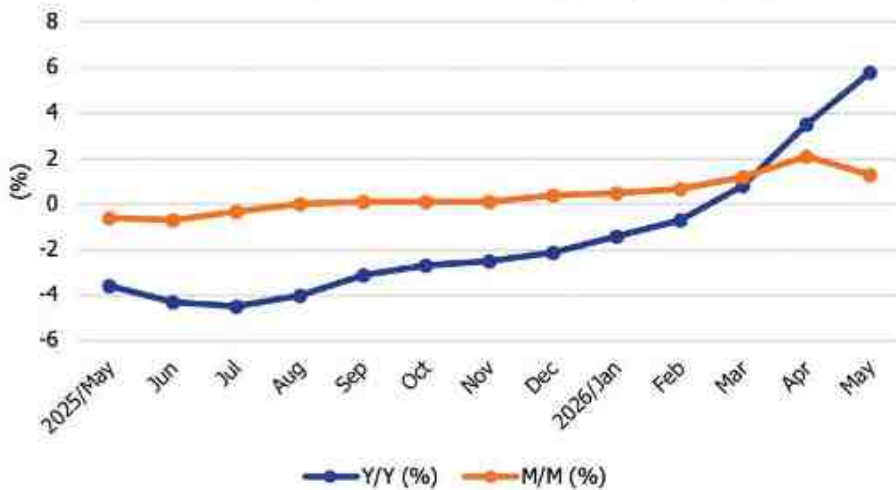
Khu vực dịch vụ dẫn dắt tăng trưởng GDP Trung Quốc Q1/2026



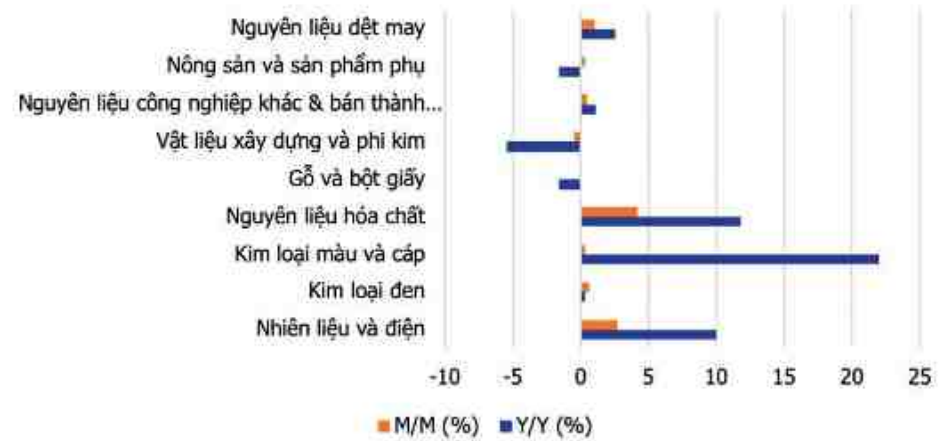
Cấu phần GDP theo nhóm ngành



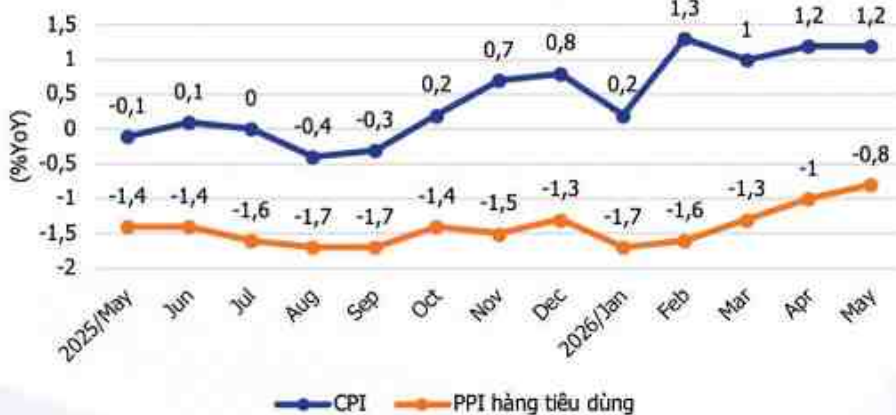
Chỉ số PPI cho các nhà sản xuất công nghiệp Trung Quốc



Cấu phần tăng trưởng PPI tháng 5/2026



Chỉ số CPI và PPI hàng tiêu dùng tương đối thấp



Cấu phần tăng trưởng CPI tháng 5/2026 (%YoY)



Nguồn: Cục thống kê quốc gia Trung Quốc

Nguồn: Cục thống kê quốc gia Trung Quốc

KINH TẾ TRUNG QUỐC

❖ Tác động từ xung đột Iran tới kinh tế Trung Quốc không đáng kể

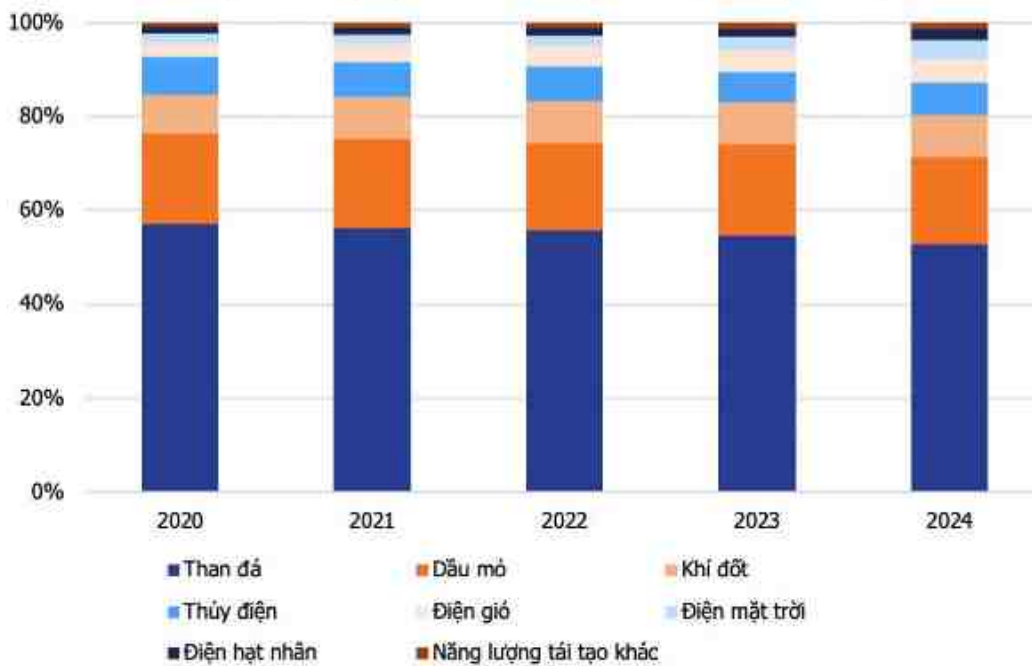
Cấu trúc năng lượng của Trung Quốc sở hữu khả năng tự vệ cao khi than đá vẫn chiếm tỷ trọng chi phối tuyệt đối với 52.81% tổng tiêu thụ năng lượng, trong khi năng lượng tái tạo (thủy điện, gió, mặt trời, hạt nhân) chiếm 18.3%. Dù phải nhập khẩu 76% lượng dầu thô tiêu thụ và khoảng 40-50% số đó đi qua eo biển Hormuz, Trung Quốc có hệ thống dự trữ chiến lược sâu đủ vận hành trong 100 ngày.

Quốc gia này áp dụng cơ chế điều tiết giá dầu nội địa nghiêm ngặt (sàn 40 USD - trần 130 USD/thùng) và đã kích hoạt các biện pháp trợ cấp tài khóa cho nhà lọc dầu để bảo vệ chuỗi sản xuất. Việc Trung Quốc tuyên bố nối lại hoạt động xuất khẩu xăng dầu thành phẩm từ ngày 1 tháng 5 là bằng chứng cho thấy nguồn cung nội địa hoàn toàn thặng dư.

Quá trình chuyển dịch thần tốc sang xe điện (EV) và xe lai (Hybrid) tại thị trường nội địa cũng trực tiếp kéo giảm nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ. Thêm vào đó, chuỗi cung ứng công nghiệp khép kín giúp Trung Quốc cô lập được phần lớn thiệt hại từ sự đứt gãy logistics của eo biển Hormuz.

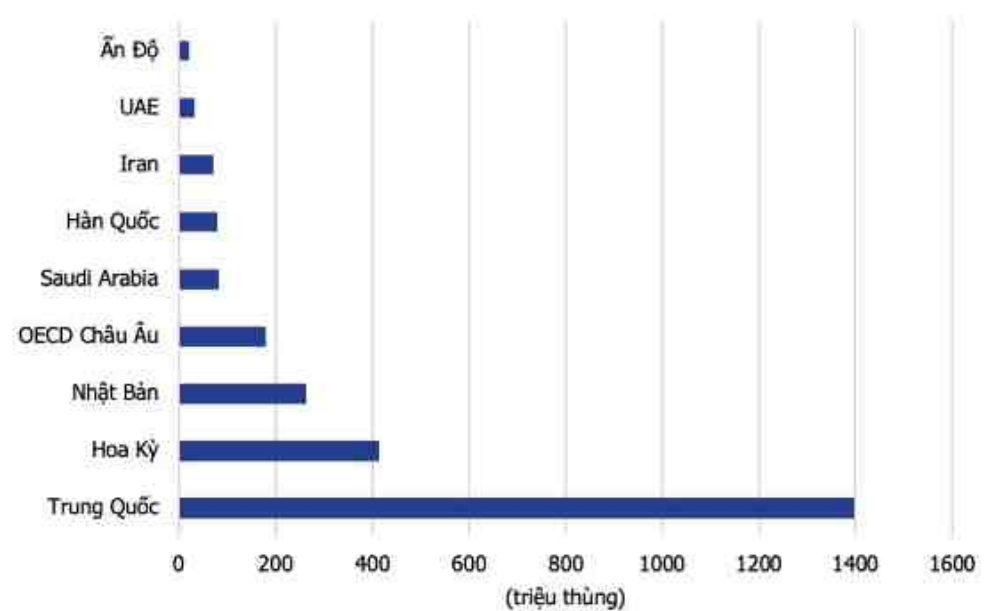
Vậy nên, đà tăng chỉ số CPI được duy trì ở mức tương đối thấp trong tháng 5/2026, đạt 1.2% YoY, tuy nhiên điều này cũng phần nào phản ánh lực cầu tiêu dùng tương đối trì trệ.

Trung Quốc sử dụng than đá làm nguồn năng lượng chính yếu



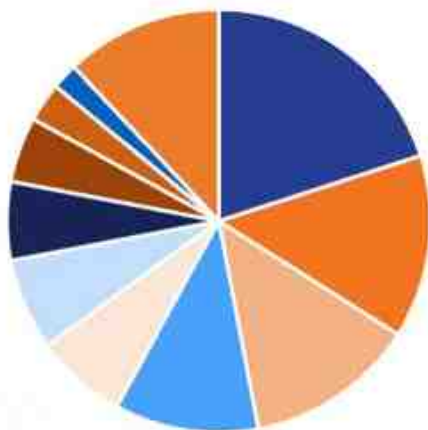
Nguồn: Our world in data

Trung Quốc có trữ lượng dự trữ dầu thô chiến lược đáng kể tính đến 2025



Nguồn: EIA

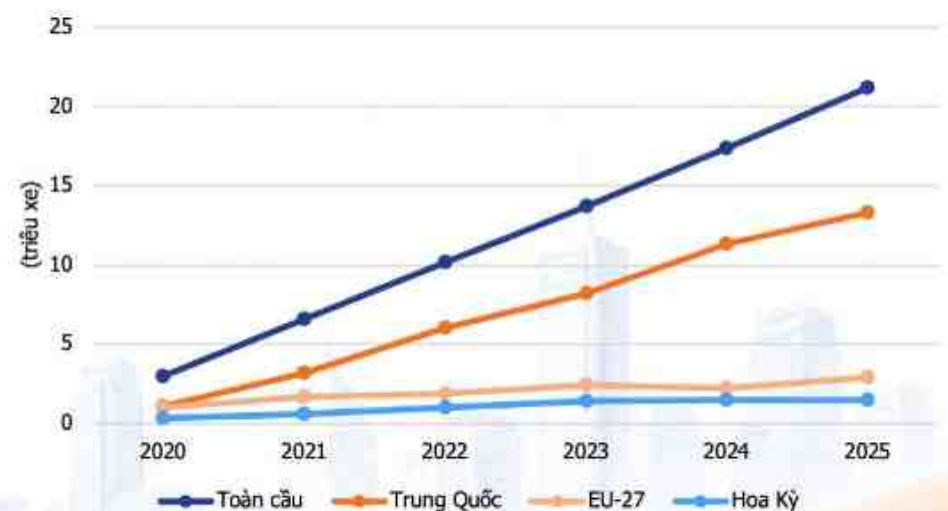
Cấu phần nhập khẩu dầu thô Trung Quốc tương đối đa dạng trong 2024



• Nga • Saudi Arabia • Malaysia • Iraq • Oman • Brazil • UAE • Angola • Kuwait • Qatar • Khác

Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc

Trung Quốc chiếm hơn 50% sản lượng xe điện toàn cầu trong 2025



Nguồn: Our world in data

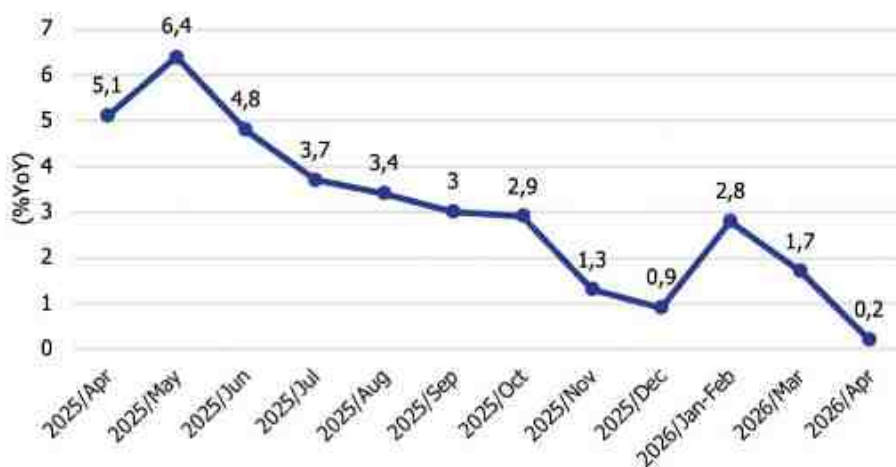
KINH TẾ TRUNG QUỐC

❖ Tình trạng mất cân đối Cung - Cầu tiếp diễn

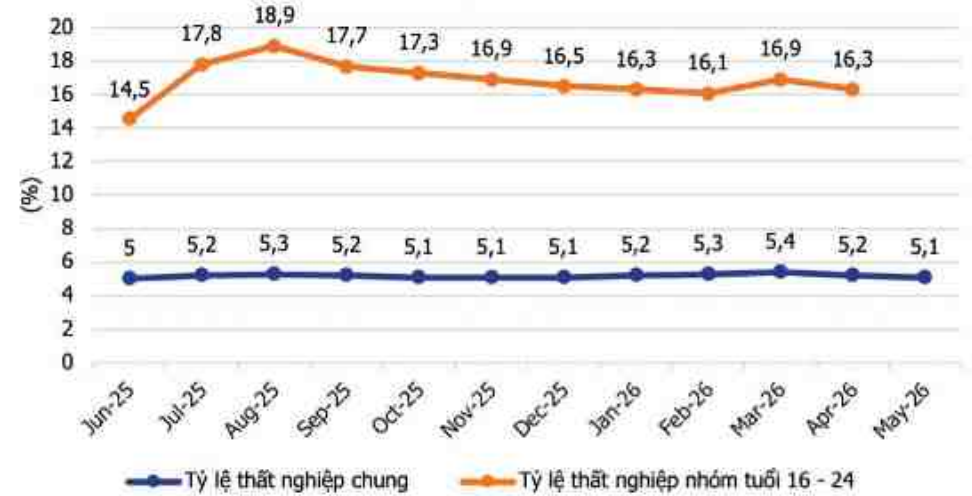
Tiêu dùng và Doanh số bán lẻ suy yếu đáng kể trong Q1/2026, tuy được gánh đỡ nhờ việc chính phủ phát hành 62.5 tỷ RMB trong kế hoạch 250 tỷ RMB trái phiếu Chính phủ siêu dài hạn nhằm tài trợ cho tiêu dùng quốc gia trong 2026. Dẫu vậy, sức mua nội địa nhìn chung vẫn rất trì trệ do tỷ lệ thất nghiệp trong giới trẻ liên tục neo cao ở ngưỡng nguy hiểm quanh 16%. Hiệu ứng trợ cấp chưa cho thấy tín hiệu khả quan khi doanh số bán lẻ toàn nền kinh tế rớt mạnh từ mức 1.7% YoY vào tháng 3 xuống chỉ còn 0.2% YoY khi bước sang tháng 4.

Chỉ số Đầu tư tài sản cố định (FAI) tiếp tục trì trệ khi ghi nhận tăng trưởng âm 1.6% YoY trong 4T2026. Điều này cho thấy hiệu ứng lan tỏa dòng vốn từ khu vực công sang khu vực tư nhân vẫn rất mờ nhạt, trong khi mảng đầu tư xây dựng nhà ở tiếp tục mở rộng đà lao dốc do cuộc khủng hoảng sụp đổ của thị trường bất động sản chưa có lối thoát.

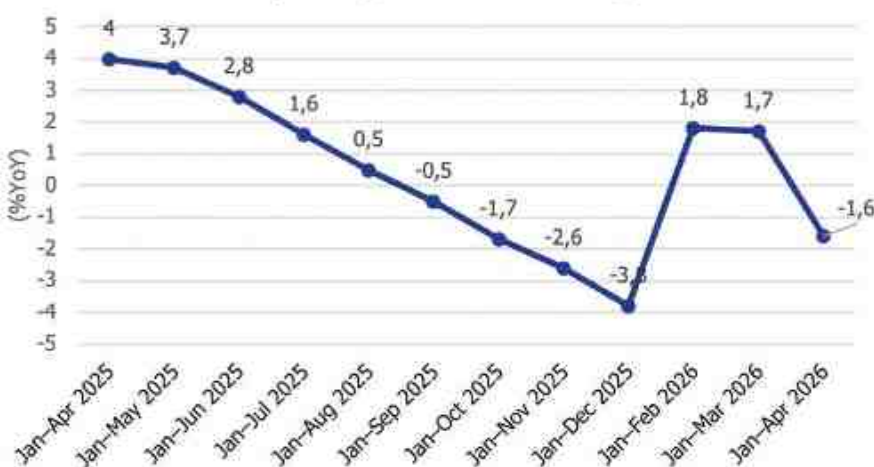
Tăng trưởng tổng doanh thu bán lẻ hàng hóa tiêu dùng sụt giảm



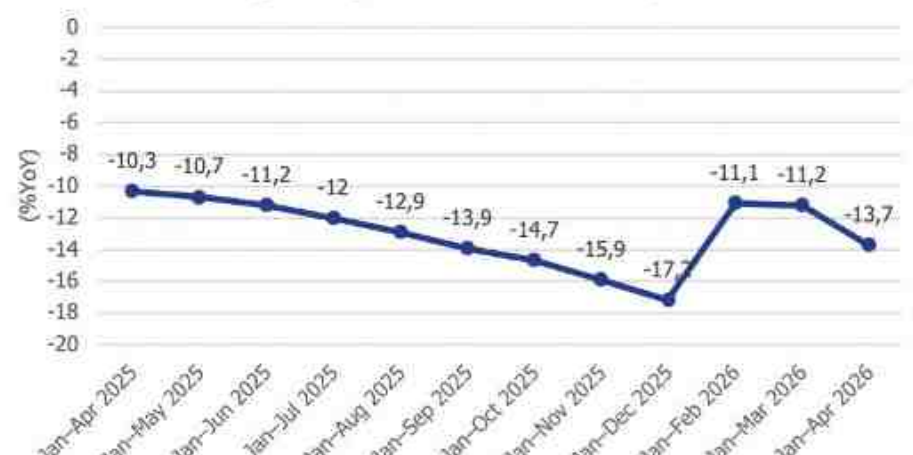
Tỷ lệ thất nghiệp giới trẻ tương đối cao



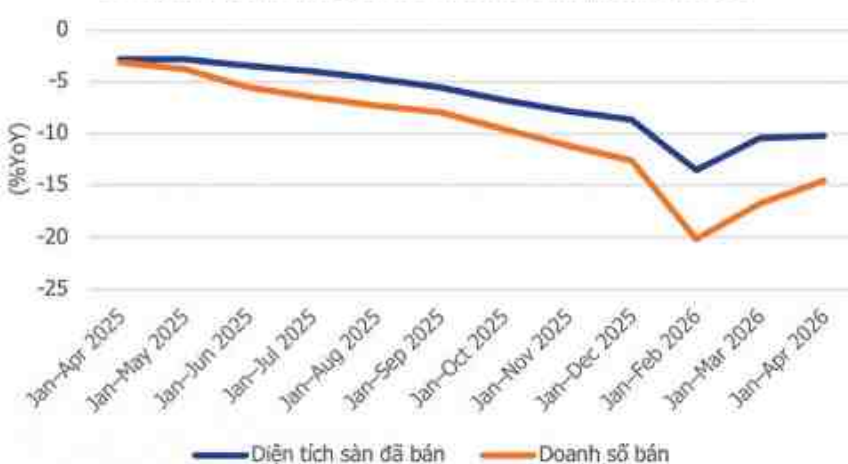
Tăng trưởng đầu tư TSCĐ trì trệ



Tăng trưởng đầu tư BĐS kém khả quan



Doanh số bán hàng BĐS chưa có tín hiệu cải thiện



Giá trị nhà xây mới tiếp tục xu hướng giảm



Nguồn: Tổng Cục thống kê Trung Quốc

Nguồn: Tổng Cục thống kê Trung Quốc

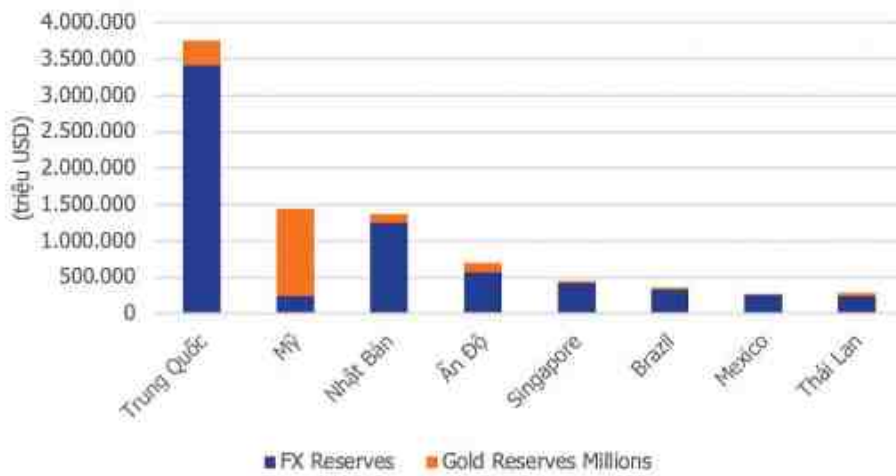
KINH TẾ TRUNG QUỐC

Triển vọng 2H2026 ổn định với nền tảng nội tại vững mạnh

❖ Chính sách tiền tệ Trung Quốc và Triển vọng tỷ giá RMB nửa cuối năm 2026

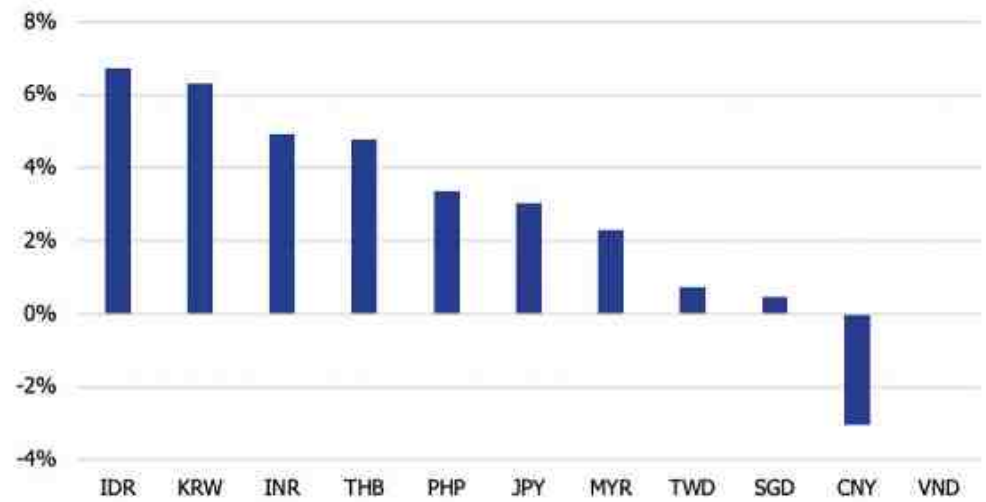
Trong nửa cuối năm 2026, Ngân hàng Trung ương Trung Quốc (PBoC) dự kiến duy trì vị thế thận trọng "chờ và xem" nhằm bảo vệ đồng nội tệ và kiểm soát áp lực lạm phát chi phí đẩy. Theo kịch bản cơ sở, PBoC sẽ đóng băng hoàn toàn các công cụ điều hành đến hết năm; không cắt giảm lãi suất, không hạ tỷ lệ dự trữ bắt buộc (RRR), đồng thời neo cố định lãi suất cho vay cơ bản (LPR) kỳ hạn 1 năm và 5 năm lần lượt không đổi ở mức 3.0% và 3.5%. Sự kết hợp giữa nền lãi suất ổn định này với các biện pháp kiểm soát vốn nghiêm ngặt và chiến lược tích trữ vàng của Bắc Kinh đang tạo bộ đỡ vững chắc giúp đồng Nhân dân tệ (RMB) duy trì đà tăng giá kiên cường so với đồng USD.

Giá trị dự trữ ngoại hối và vàng của Trung Quốc dẫn đầu thế giới vào Q1/2026



Nguồn: Hội đồng vàng thế giới

Biến động tỷ giá so với USD của các đồng tiền Châu Á kể từ đầu năm 2026

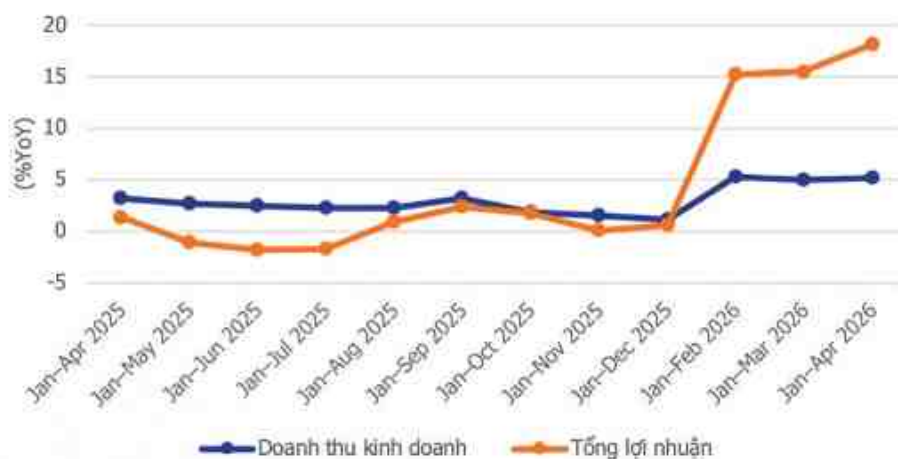


Nguồn: Investing

❖ Lạm phát Trung Quốc: Xu hướng hạ nhiệt và thách thức đối với doanh nghiệp

Sau khi chấm dứt chuỗi giảm phát kéo dài 3 năm vào đầu năm, NSI dự kiến lạm phát tại Trung Quốc sẽ tăng nhẹ trong ngắn hạn do giá dầu thế giới leo thang, trước khi hạ nhiệt và bình thường hóa ở mức thấp vào các tháng cuối năm. Do áp lực lạm phát này chủ yếu mang tính chất "chi phí đẩy" ngoại sinh từ cuộc chiến vùng Vịnh chứ không đến từ sức cầu nội địa, các nhà sản xuất Trung Quốc sẽ tiếp tục đối mặt với tình trạng biên lợi nhuận bị thu hẹp mạnh mẽ trong nửa cuối năm do không thể chuyển giao chi phí nguyên liệu đắt đỏ sang giá bán cho người tiêu dùng. Dù vậy, rủi ro nền kinh tế tái rơi vào giảm phát sâu vào cuối năm là rất thấp nếu tăng trưởng GDP tiếp tục giữ vững quanh mức tiềm năng là khoảng 4.5%.

Hiệu suất kinh doanh các doanh nghiệp có thể gặp thách thức cuối năm



Nguồn: Tổng Cục thống kê Trung Quốc

Biên LNST các doanh nghiệp có dấu hiệu cải thiện đáng kể



Nguồn: Tổng Cục thống kê Trung Quốc

KINH TẾ TRUNG QUỐC

Kế hoạch 5 năm lần thứ 15 – Bản đồ tăng trưởng mới của Trung Quốc

- ❖ **NSI đánh giá GDP của Trung Quốc có thể đạt mức 4.5% trong 2026.** Lạm phát chi phí đẩy do ảnh hưởng của cuộc chiến vùng vịnh có thể được phản ánh vào nửa cuối 2026, khiến tỷ lệ CPI tiếp tục duy trì ngưỡng trên 1%, làm giảm đà tăng trưởng GDP từ mức 5% của Q1/2026.
- ❖ Để duy trì đà tăng trưởng ổn định, Trung Quốc đã triển khai kế hoạch 5 năm lần thứ 15 (2026–2030) với việc đặt trọng tâm vào ba trụ cột: công nghệ – tiêu dùng – chuyển dịch xanh. Theo đó, Bắc Kinh dự kiến chi khoảng 2,000 tỷ Nhân dân tệ (tương đương 295 tỷ USD) trong vòng 5 năm tới để xây dựng hệ thống trung tâm dữ liệu trên toàn quốc. Kế hoạch này là bệ đỡ vững chắc giúp Trung Quốc củng cố vị thế trong cuộc đua AI toàn cầu, từng bước cạnh tranh và vượt qua sự dẫn dắt của Hoa Kỳ trong các công nghệ cốt lõi.
- ❖ Ngoài ra, nửa cuối năm 2026 cũng là giai đoạn thực thi bước đệm của chiến dịch chiến dịch "Chống cạnh tranh triệt tiêu nội bộ" (Anti-involution). Thuế hoàn ngạch xuất khẩu của các nhóm ngành vật liệu xây dựng, năng lượng tái tạo, và thương mại điện tử sẽ được giữ ở mức giảm từ 9% xuống 6% xuyên suốt giai đoạn từ tháng 4 đến tháng 12/2026 trước khi chính thức xóa bỏ về 0% vào năm 2027. Điều này kỳ vọng giảm cạnh tranh, hỗ trợ giá hàng hóa công nghiệp và cải thiện biên lợi nhuận doanh nghiệp, từ đó gia tăng thu nhập người lao động để kích cầu tiêu dùng trong nước.

ĐỊNH HƯỚNG KINH TẾ TRUNG QUỐC 5 NĂM (2026 – 2030) : LẤY TĂNG TRƯỞNG LÀ TRỌNG TÂM

Quyết tâm tăng trưởng và tự chủ công nghệ

- Bắc Kinh xác định mục tiêu trung tâm của giai đoạn 2026–2030 là đạt tự chủ về công nghệ và nâng cấp năng lực sản xuất.
- Định hướng tái cơ cấu công nghiệp theo chiều sâu.

Tái cấu trúc tiêu dùng

- Chuyển đổi trọng tâm mô hình tăng trưởng từ đầu tư và xuất khẩu sang tiêu dùng, thúc đẩy tiêu dùng nội địa trở thành một trong ba trụ cột tăng trưởng.
- Nhấn mạnh lộ trình dài hạn cho quá trình dịch chuyển

Mô hình tăng trưởng BĐS mới

- BĐS vẫn được nhấn mạnh là một cấu phần của "phát triển chất lượng cao" thay vì chỉ là kênh đầu cơ.
- Giảm dư cung ở các thành phố cấp thấp, phát triển nhà ở giá rẻ và quy hoạch đô thị mới.
- Nhấn mạnh tái cấu trúc, không mở rộng tín dụng đại trà.

Cân bằng tăng trưởng – xanh hóa – mở cửa

- Cam kết môi trường dài hạn: đạt đỉnh phát thải carbon vào năm 2030, trung hòa carbon vào 2060, và mở rộng năng lượng tái tạo.
- Tiếp tục thúc đẩy chính sách "mở cửa", củng cố quan hệ với các thị trường mới nổi.

KINH TẾ CHÂU ÂU

Kinh tế Châu Âu rơi vào thế tiến thoái lưỡng nan

❖ Tăng trưởng của kinh tế Châu Âu dần mất đi động lực

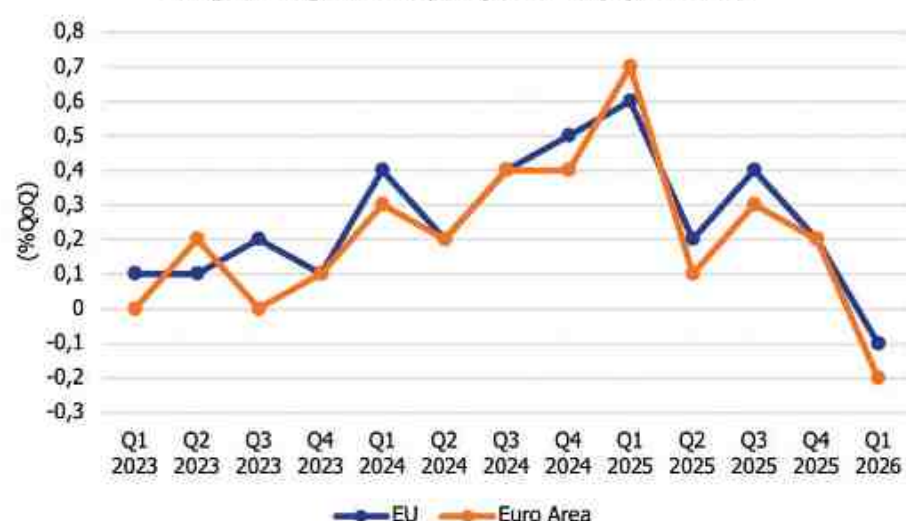
Theo dữ liệu Eurostat, GDP Q1/2026 của Eurozone giảm 0.2% QoQ, trong khi EU giảm 0.1% QoQ. So với cùng kỳ, GDP Eurozone chỉ tăng 0.3% YoY, còn EU tăng 0.7% YoY, thấp hơn đáng kể so với mức tăng lần lượt 1.2% và 1.4% trong Q4/2025.

Bức tranh tăng trưởng cũng phân hóa mạnh giữa các quốc gia. Đan Mạch ghi nhận mức tăng GDP cao nhất với +1.9% QoQ, theo sau là Estonia và Malta cùng đạt +1.1% QoQ. Ngược lại, Ireland giảm mạnh 12.1% QoQ, Lithuania giảm 0.3%, Sweden giảm 0.2% và France giảm 0.1%. Điều này cho thấy tăng trưởng của EU đang phụ thuộc nhiều vào một số nền kinh tế nhỏ, trong khi các nền kinh tế lớn như Pháp và Đức tiếp tục chịu áp lực.

PMI sản xuất Eurozone tháng 5/2026 đạt **51.6 điểm**, giảm từ **52.2 điểm** trong tháng 4 và là mức thấp nhất trong **2 tháng**. Động lực tăng trưởng suy yếu chủ yếu đến từ nhu cầu chững lại. Sau khi đơn hàng mới trong tháng 4 tăng nhanh nhất trong **4 năm**, đến tháng 5 khối lượng đơn hàng mới gần như đi ngang. Đáng chú ý, đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục giảm, cho thấy nhu cầu bên ngoài Eurozone vẫn yếu.

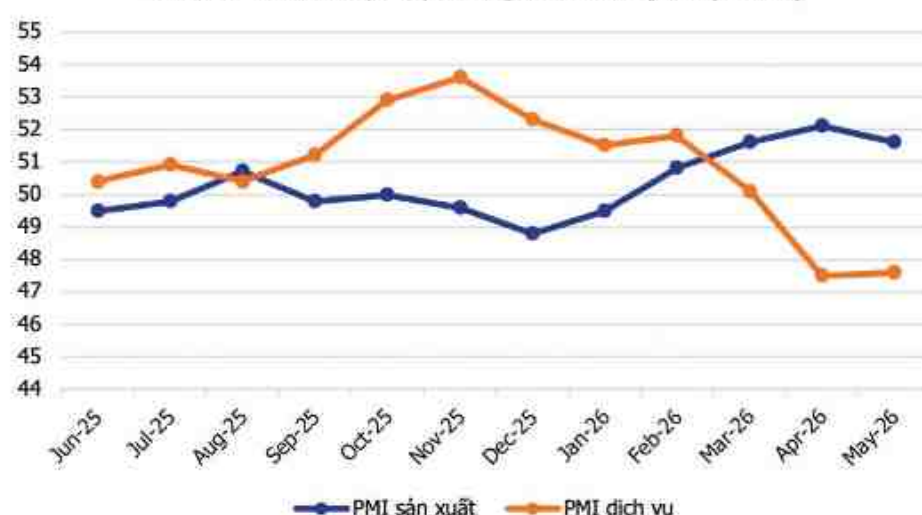
Trong khi đó, lạm phát tổng thể gia tăng lên mức 3.2% vào tháng 5/2026 (cao hơn 120 điểm cơ bản so với mức mục tiêu 2% của ECB) do chi phí dầu thô, nhiên liệu, phân bón và kim loại (như nhôm) bị đẩy lên cao từ việc phong tỏa eo biển Hormuz.

Tăng trưởng GDP chậm lại so với quý trước đó



Nguồn: Eurostat

PMI sản xuất chậm lại trong khi PMI dịch vụ trì trệ



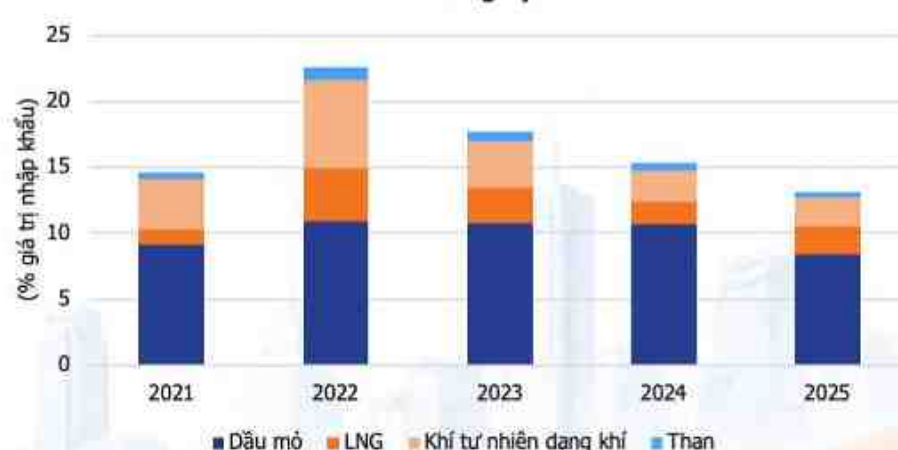
Nguồn: S&P Global

Châu Âu rơi vào trạng thái đình lạm



Nguồn: Eurostat

Giá nhiên liệu nhập khẩu Châu Âu ảnh hưởng bởi cuộc chiến vùng Vịnh



Nguồn: Eurostat

KINH TẾ CHÂU ÂU

Kinh tế Châu Âu rơi vào thế tiến thoái lưỡng nan

❖ Chính sách tiền tệ nửa cuối 2026 mang thiên hướng điều hòa

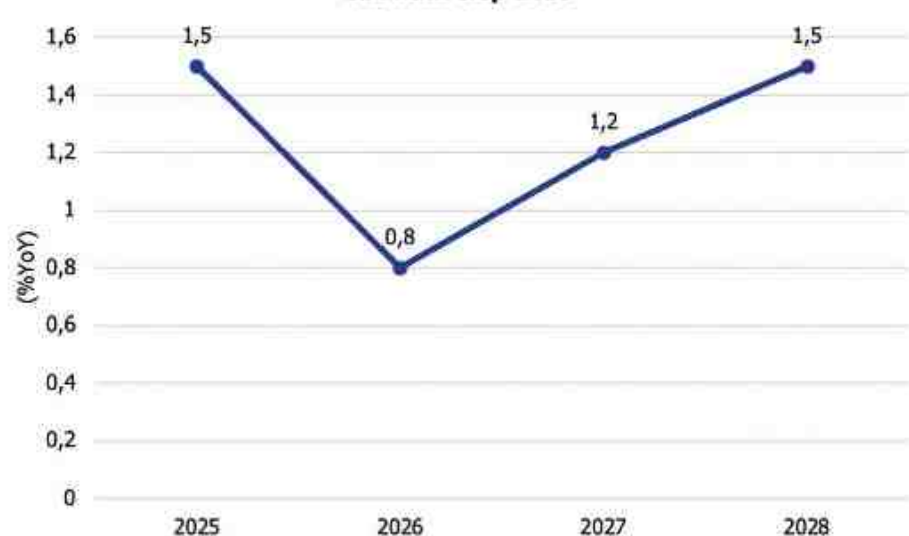
Trước bối cảnh áp lực lạm phát gia tăng do ảnh hưởng của cuộc chiến tranh tại Trung Đông, ngày 11/6/2026, ECB quyết định **tăng 25 điểm cơ bản** đối với cả 3 lãi suất chính sách, nhằm đảm bảo lạm phát quay về mục tiêu **2.0%** trong trung hạn. Sau quyết định này, từ ngày **17/06/2026**, lãi suất tiền gửi, lãi suất tái cấp vốn chính và lãi suất cho vay cận biên lần lượt tăng lên **2.25%**, **2.40%** và **2.65%**.

Trong kịch bản cơ sở mới, ECB dự báo lạm phát toàn phần của Eurozone đạt **3.0% trong năm 2026**, sau đó giảm về **2.3% năm 2027** và **2.0% năm 2028**. Lạm phát lõi, không bao gồm năng lượng và thực phẩm, được dự báo ở mức **2.5% trong năm 2026–2027** và **2.2% trong năm 2028**. So với dự báo tháng 3, ECB đã nâng dự báo lạm phát cho năm 2026 và 2027 do giả định giá năng lượng cao hơn.

ECB dự báo tăng trưởng kinh tế Eurozone đạt **0.8% trong năm 2026**, **1.2% năm 2027** và **1.5% năm 2028**. Đây là mức điều chỉnh giảm cho năm 2026 và 2027, phản ánh tác động tiêu cực rõ hơn từ chiến tranh đối với thị trường hàng hóa, thu nhập thực và niềm tin kinh tế.

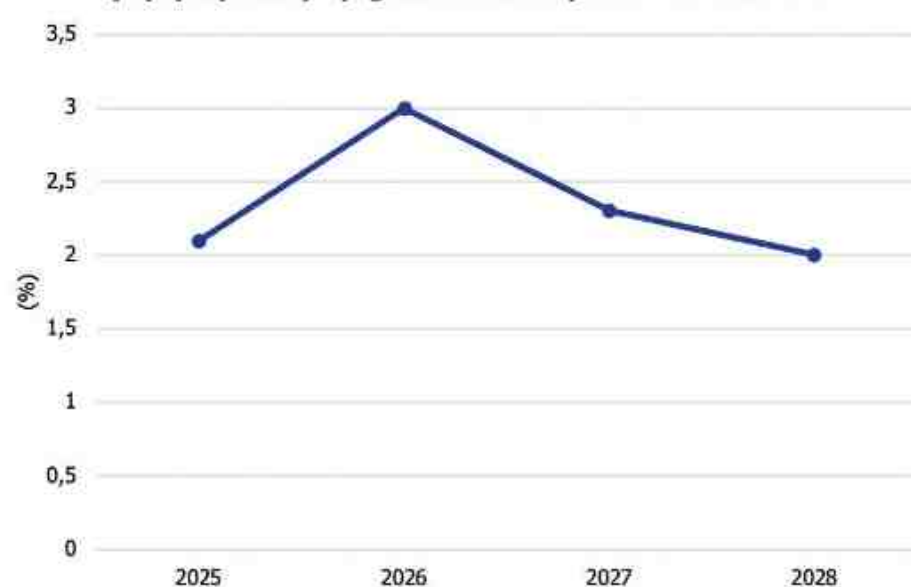
Bên cạnh đó, ECB nhấn mạnh triển vọng hiện vẫn rất bất định, với rủi ro lạm phát nghiêng về phía tăng và rủi ro tăng trưởng nghiêng về phía giảm. Do đó, các quyết định lãi suất tiếp theo sẽ được đưa ra theo từng cuộc họp, dựa trên dữ liệu kinh tế – tài chính mới, diễn biến lạm phát cơ bản và mức độ truyền dẫn chính sách tiền tệ. ECB cũng khẳng định không cam kết trước một lộ trình lãi suất cụ thể.

Tăng trưởng GDP kỳ vọng chậm lại vào 2026 và phục hồi các năm tiếp theo



Nguồn: ECB

Tỷ lệ lạm phát kỳ vọng trở về mức mục tiêu 2% vào 2028



Nguồn: ECB

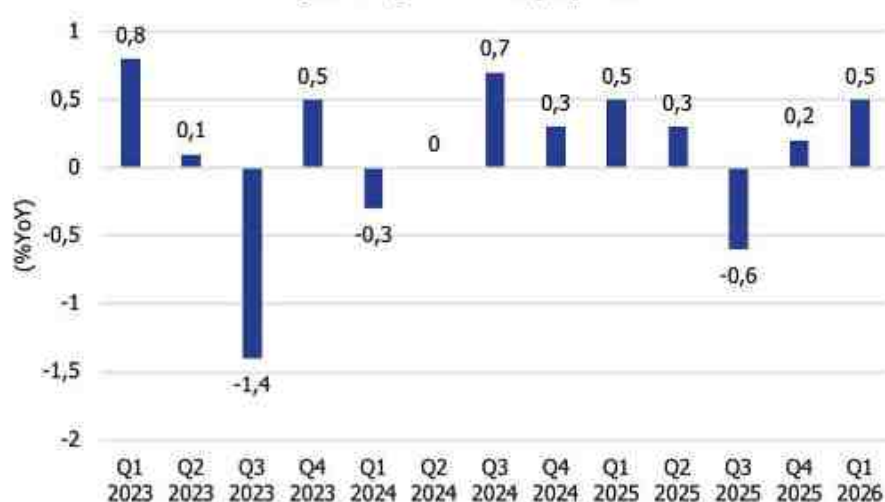
KINH TẾ NHẬT BẢN

Đà tăng trưởng bị kìm nén bởi lạm phát

❖ Kinh tế Nhật Bản có sự chuyển biến khả quan

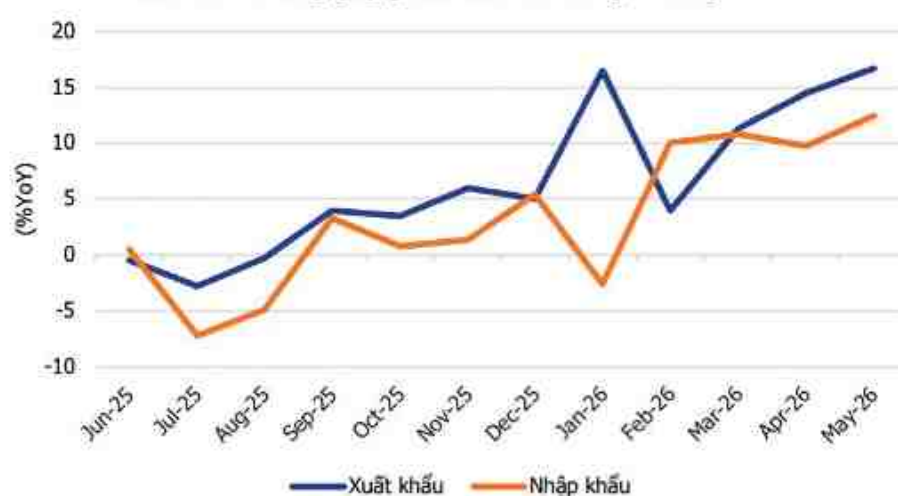
Nhìn chung, kinh tế Nhật Bản vẫn đang phục hồi ở mức vừa phải, nhưng đã xuất hiện một số điểm yếu do tác động từ căng thẳng Trung Đông và giá dầu tăng. Xuất khẩu và sản xuất công nghiệp nhìn chung đi ngang, trong khi lợi nhuận doanh nghiệp vẫn duy trì ở mức cao, được hỗ trợ bởi nhu cầu AI toàn cầu. Đầu tư cố định của doanh nghiệp tiếp tục tăng vừa phải, tiêu dùng cá nhân vẫn tương đối bền vững nhờ cải thiện việc làm và thu nhập, dù chịu áp lực từ giá cả tăng.

Tăng trưởng GDP dần phục hồi



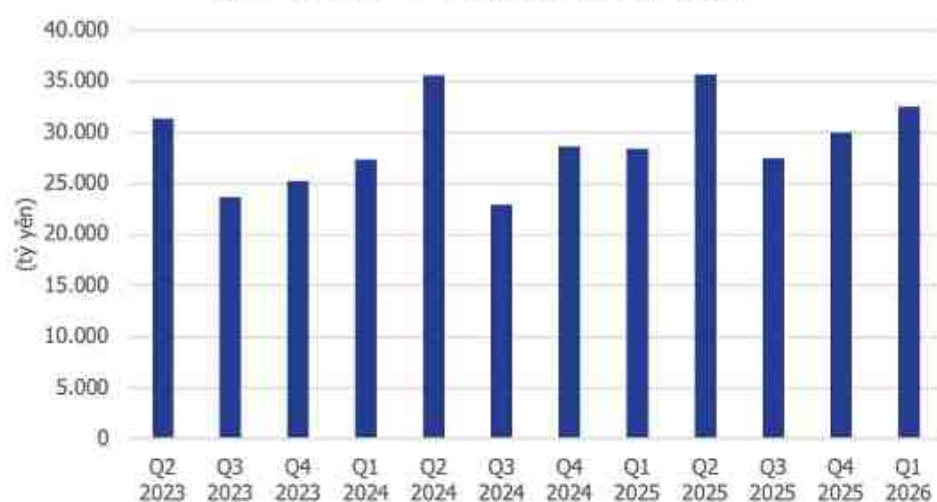
Nguồn: Cabinet Office

Xuất khẩu ròng góp phần dẫn dắt tăng trưởng GDP



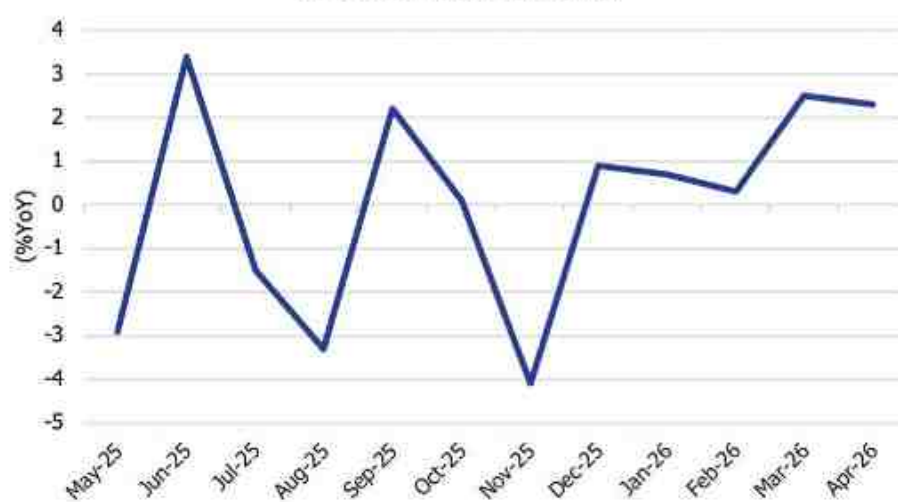
Nguồn: Bộ Tài Chính Nhật Bản

Lợi nhuận doanh nghiệp tiếp tục cải thiện



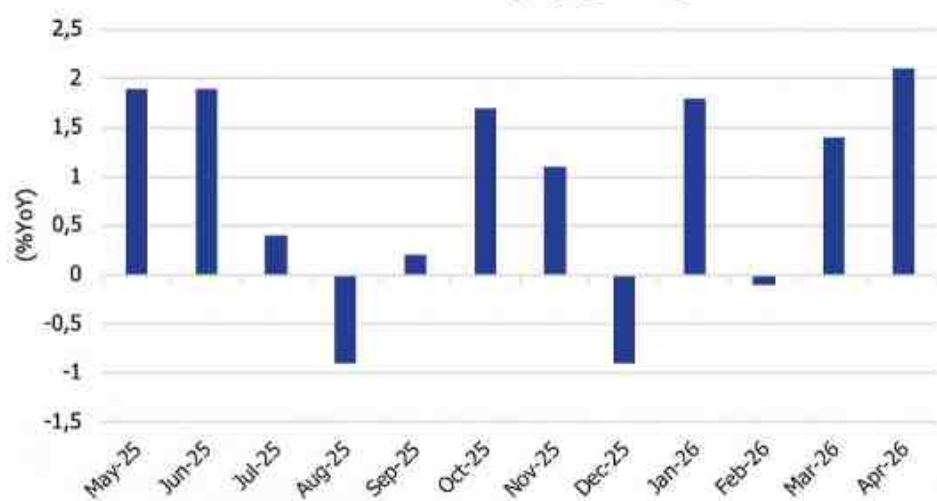
Nguồn: Bộ Tài Chính Nhật Bản

Chỉ số sản xuất đi ngang



Nguồn: Bộ Kinh tế, Thương mại, và Công nghiệp Nhật Bản

Doanh thu bán lẻ tiếp tục gia tăng



Nguồn: Bộ Kinh tế, Thương mại, và Công nghiệp Nhật Bản

Tăng trưởng tiền lương cải thiện trong khi tỷ lệ thất nghiệp suy giảm



Nguồn: Bộ Y tế, Lao động và Phúc lợi Nhật Bản

KINH TẾ NHẬT BẢN

Đà tăng trưởng bị kìm nén bởi lạm phát

❖ Chính sách tiền tệ thận trọng dựa trên tình hình thực tế

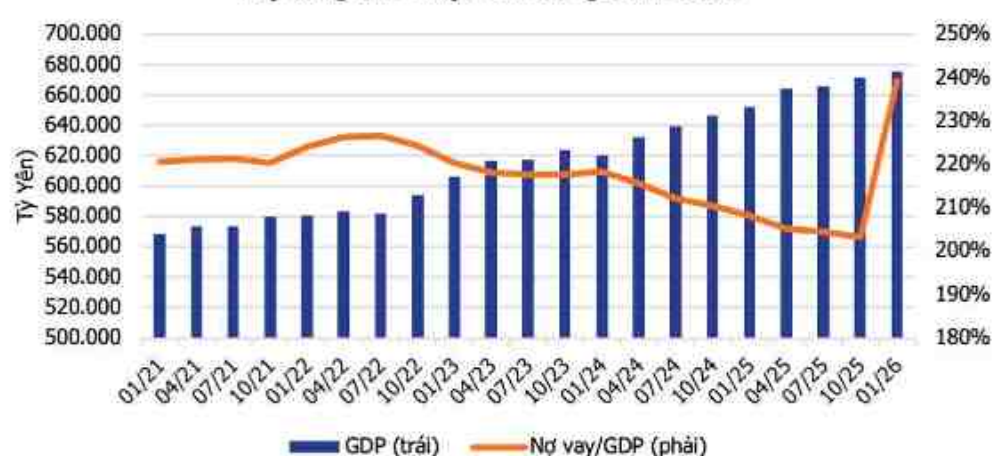
Tại cuộc họp ngày 16/06/2026, Ngân hàng Trung ương Nhật Bản (BOJ) quyết định đặt mục tiêu lãi suất qua đêm không có tài sản đảm bảo quanh mức **1.0%**, với tỷ lệ biểu quyết **7-1**. Đồng thời, lãi suất áp dụng cho cơ sở tiền gửi bổ sung được đặt ở **1.0%**, còn lãi suất cho vay cơ bản theo cơ sở cho vay bổ sung là **1.25%**. Quyết định này được đưa ra trong bối cảnh chỉ số CPI lõi tháng 4 đạt hạ nhiệt so với tháng trước đó (1.4% so với 1.7%). Tuy nhiên, nếu không loại trừ yếu tố giá cả năng lượng, chỉ số CPI đã tăng lên mức 2.8%, cho thấy áp lực từ lạm phát là tương đối cao.

Mặt khác, nợ công của Chính phủ Nhật Bản hiện đã vượt quá 200% GDP. Vậy nên, BOJ cần thận trọng với các quyết định nâng lãi suất ngắn hạn nhằm ổn định tỷ giá vì chi phí trả lãi nợ công của Tokyo gia tăng sẽ ảnh hưởng tiêu cực tới tài khóa nội địa.

Trong bối cảnh lãi suất trái phiếu Kho bạc Mỹ duy trì ở mức cao (4%-5%), BOJ chọn cách giảm quy mô mua vào trái phiếu chính phủ Nhật Bản (JGB) với tốc độ giảm 200 tỷ Yên sau mỗi quý dương lịch cho đến hết Q1/2027. Điều này cho phép dòng tiền tự do định giá và đẩy lợi suất JGB kỳ hạn 10 năm tự do tăng lên nhằm thu hẹp khoảng cách lợi suất với trái phiếu Mỹ, từ đó giảm bớt động lực đầu cơ carry trade mà không làm rung động nền tảng lãi suất ngắn hạn. Tuy nhiên, điều này là không đủ để thỏa mãn các quỹ rủi ro vĩ mô khi trái phiếu Mỹ đang có lợi suất dài hạn từ 4% - 5%. Vậy nên, để bảo vệ các ngưỡng tỷ giá tâm lý quan trọng, Nhật Bản cần phải chuẩn bị sẵn sàng bán các danh mục Trái phiếu Kho bạc Mỹ ngắn hạn để trực tiếp can thiệp vào thị trường ngoại hối khi dòng vốn tháo chạy kích hoạt.

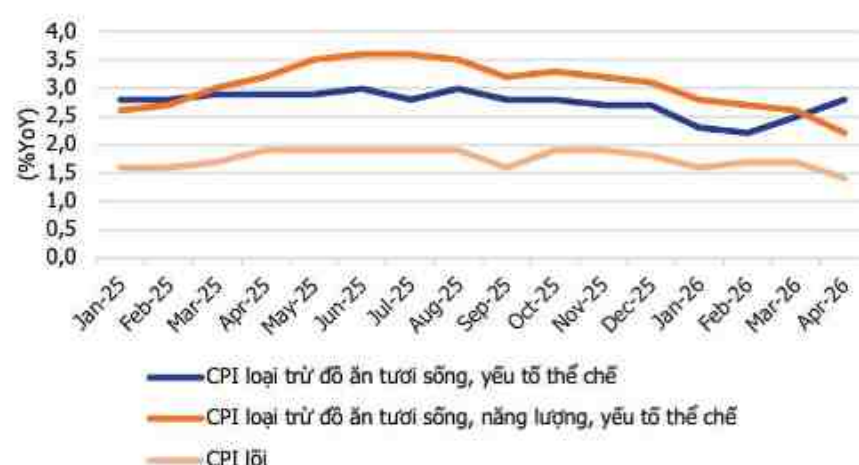
Với ảnh hưởng của lạm phát từ cuộc chiến vùng Vịnh, BOJ dự báo GDP thực tăng **+0.5% trong 2026**, thấp hơn đáng kể so với dự báo tháng 1 là **+1.0%**. Tăng trưởng sau đó được kỳ vọng cải thiện lên **+0.7% trong FY2027** và **+0.8% trong FY2028**.

Nợ công của Nhật Bản đang ở mức cao



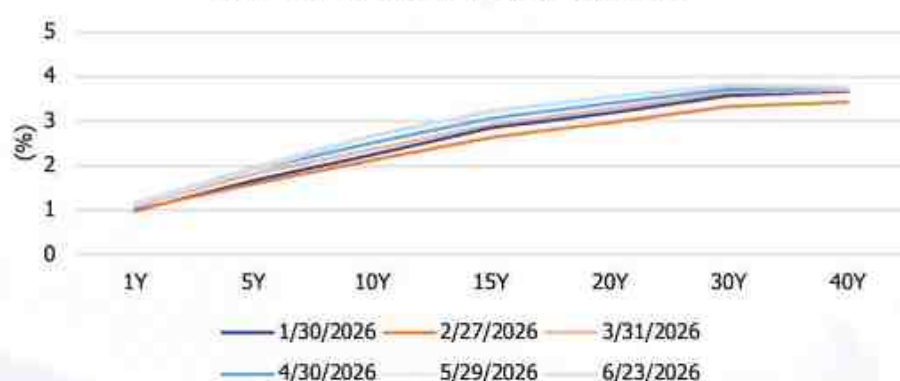
Nguồn: FRED

CPI lõi hạ nhiệt nhưng CPI tổng thể gia tăng



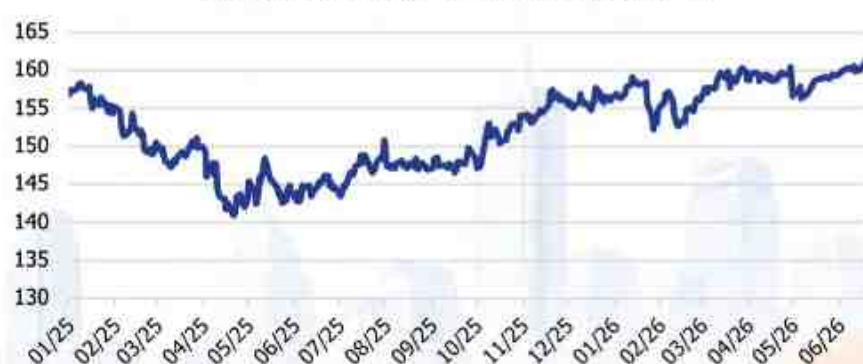
Nguồn: BOJ

Lợi suất JGB gia tăng so với đầu năm



Nguồn: MOF Japan

Tỷ giá USDJPY có chiều hướng gia tăng



Nguồn: Investing

ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 5T2026

Tình hình kinh tế 5 tháng 2026 có sự cải thiện

❖ Ngành sản xuất bùng nổ nhưng đối mặt áp lực chi phí

Tháng 5/2026, chỉ số PMI ngành sản xuất đạt 52,8 điểm, đánh dấu sự bùng nổ mạnh về sản lượng và đơn hàng mới. Tuy nhiên, doanh nghiệp phải đối mặt với áp lực lạm phát lớn khi chi phí đầu vào và giá bán tăng phi mã do khủng hoảng logistics tại Trung Đông. S&P Global nhận định đà tăng trưởng này phần lớn mang tính ngắn hạn do khách hàng chủ động tích trữ hàng tồn kho an toàn trước các bất ổn địa chính trị.

❖ Sản xuất công nghiệp duy trì đà tăng trưởng tốt

Chỉ số IIP 5T/2026 tăng 9.1% YoY, tiếp tục là động lực tăng trưởng chính của nền kinh tế. Tốc độ này được dẫn dắt bởi ngành chế biến, chế tạo (+9.5% YoY); cung cấp nước và xử lý chất thải (+9.8% YoY); sản xuất và phân phối điện (+7.6% YoY).

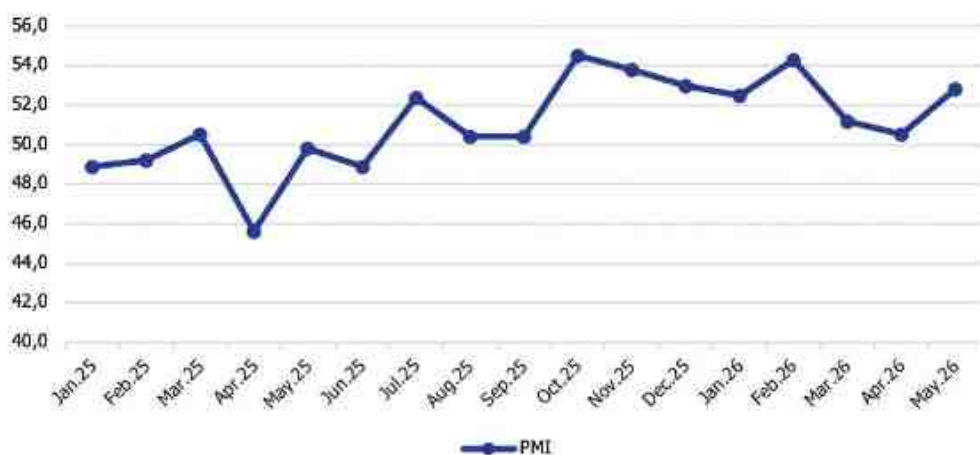
❖ Tiêu dùng tăng về giá trị nhưng áp lực lạm phát vẫn hiện hữu

Tính chung năm tháng đầu năm 2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng ước đạt 3,185 nghìn tỷ đồng, tăng 11,2% YoY. Động lực chủ yếu đến từ doanh thu nhóm hàng xăng dầu (+12,7% YoY), hàng may mặc (+10.2% YoY), và hàng lương thực, thực phẩm (+9,6% YoY). Dù vậy, tăng trưởng bán lẻ thực tế (loại trừ yếu tố giá) chỉ đạt 6.1% (thấp hơn mức 7.2% cùng kỳ), phản ánh rõ tác động tiêu cực từ lạm phát và áp lực giá tiêu dùng gia tăng.

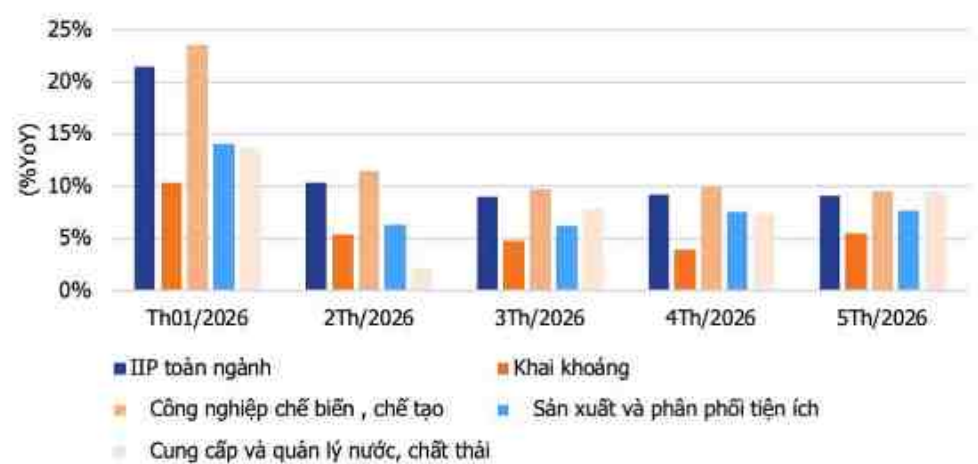
❖ Đánh giá chung và Triển vọng

Nhìn chung, kinh tế 5 tháng đầu năm 2026 đã có sự cải thiện rõ nét. NSI kỳ vọng sức mua tiêu dùng sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ trong thời gian tới khi Việt Nam bước vào mùa cao điểm du lịch hè, kết hợp với hiệu ứng kích cầu từ sự kiện World Cup 2026.

PMI cho thấy sự phục hồi



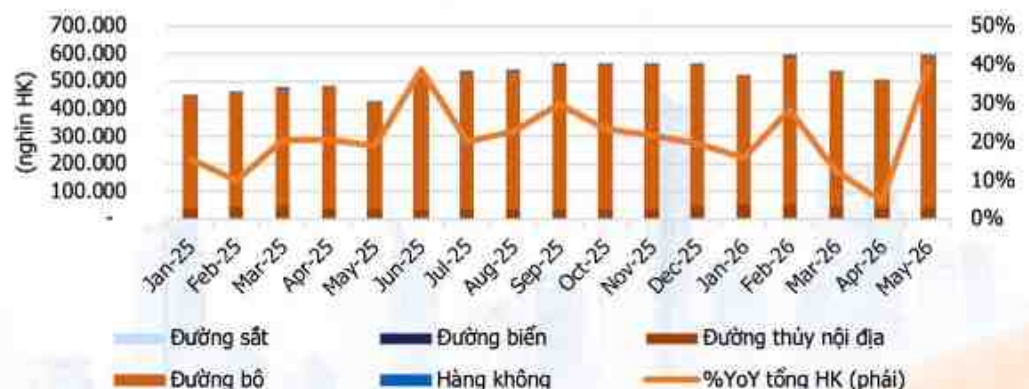
Cấu phần tăng trưởng IIP



Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tiêu dùng



Vận tải hành khách phục hồi đáng kể khi vào mùa du lịch



ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 5T2026

Thâm hụt cán cân thương mại gia tăng nhưng yếu tố tỷ giá được trung hòa

❖ Áp lực nhập siêu lớn nhưng tỷ giá vẫn được kiểm soát

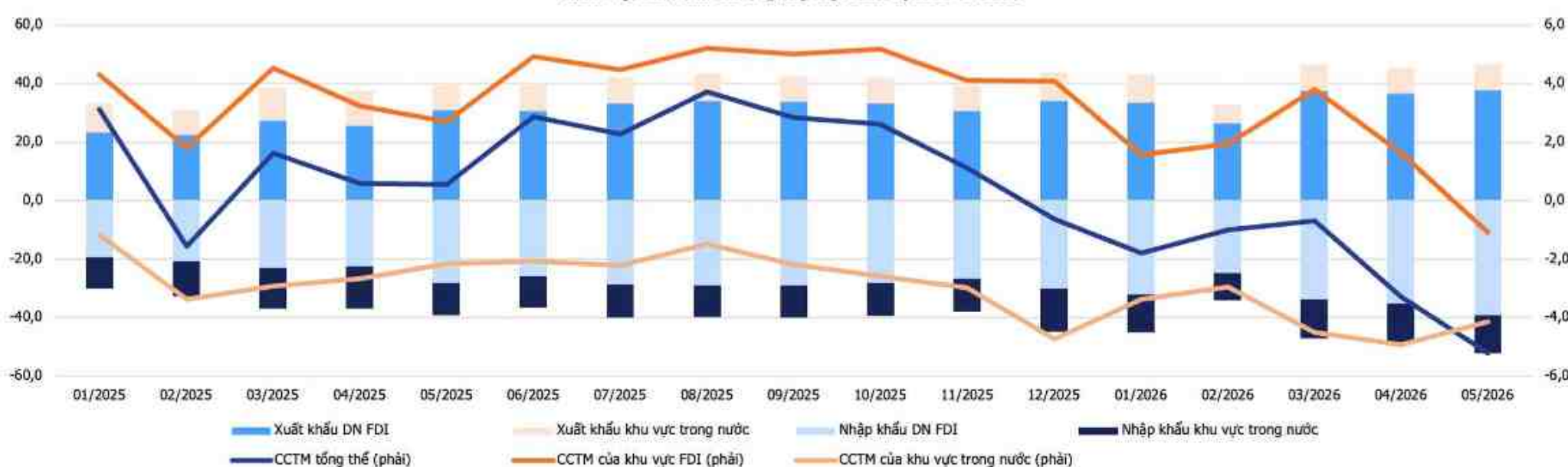
Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 5T2026 đạt 445.1 tỷ USD (+25% YoY). Trong đó, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 215.66 tỷ USD, tăng 19,5% YoY, còn kim ngạch nhập khẩu đạt 229,46 tỷ USD (+30.8% YoY). Từ đó, cán cân thương mại 5T2026 nhập siêu 13.8 tỷ USD. Dù áp lực nhập siêu lớn, tỷ giá vẫn được duy trì ổn định nhờ tổng hòa các yếu tố: (1) chính sách lãi suất linh hoạt, (2) tính chu kỳ của dòng tiền thanh toán và (3) dòng vốn giải ngân tích cực từ khối FDI. Điều này góp phần quan trọng giúp giảm bớt gánh nặng chi phí nguyên vật liệu đầu vào.

❖ Thu hút và giải ngân FDI đạt kỷ lục

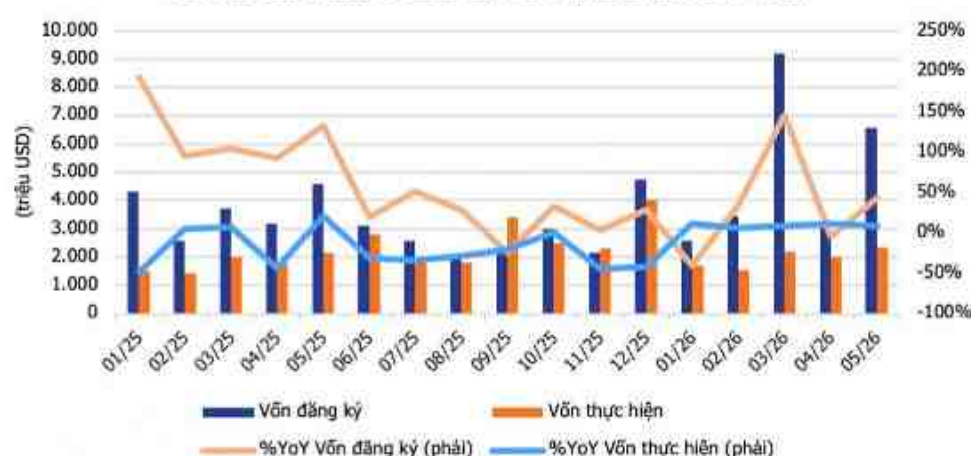
Dòng vốn FDI bứt phá mạnh mẽ với tổng vốn đăng ký đạt 24.81 tỷ USD (+34.9% YoY), dẫn dắt chủ yếu bởi Singapore (6.8 tỷ USD), Hàn Quốc (4.2 tỷ USD) và Trung Quốc (1.79 tỷ USD). Đáng chú ý, vốn FDI thực hiện đạt kết quả cực kỳ khả quan với 9.75 tỷ USD (+9.6% YoY) — cao nhất trong 5 năm qua, tập trung vào ngành công nghiệp chế biến, chế tạo (8.0 tỷ USD) và kinh doanh bất động sản (716 triệu USD).

❖ Để duy trì sức hút và giữ chân dòng vốn FDI trong nửa cuối năm 2026, NSI nhận định Việt Nam cần duy trì mặt bằng lãi suất liên ngân hàng ở mức hợp lý nhằm neo giữ ổn định tỷ giá trong bối cảnh áp lực vĩ mô toàn cầu còn phức tạp.

Thâm hụt cán cân thương mại đạt 13.8 tỷ USD 5T2026

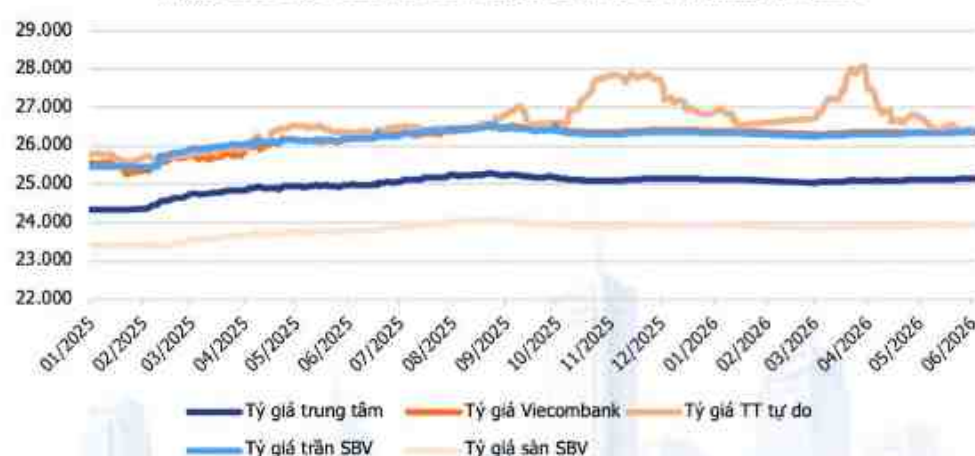


Vốn FDI thực hiện 5T2026 đạt 9.75 tỷ USD (+9.6% YoY)



Nguồn: GSO

Tỷ giá USD/VND chưa có biến động đáng kể trong tháng 5/2026



Nguồn: FinPro

ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 5T2026

Lạm phát tăng trở lại và nguy cơ áp lực chi phí đẩy từ giá hàng hoá quốc tế

❖ Lạm phát 5 tháng đầu năm tiệm cận mục tiêu kiểm soát

Bình quân 5 tháng đầu năm 2026, lạm phát cơ bản tăng 4.04% so với cùng kỳ năm trước, thấp hơn mức tăng 4.31% của CPI bình quân chung. Sự chênh lệch này do biến động mạnh từ giá xăng dầu, gas và thực phẩm — những yếu tố vốn được loại trừ khỏi danh mục tính lạm phát cơ bản. Mức CPI chung 4.31% hiện đã tiệm cận ngưỡng mục tiêu kiểm soát 4.5% của Chính phủ trong năm 2026.

❖ Các yếu tố giúp hạ nhiệt áp lực lạm phát ngắn hạn

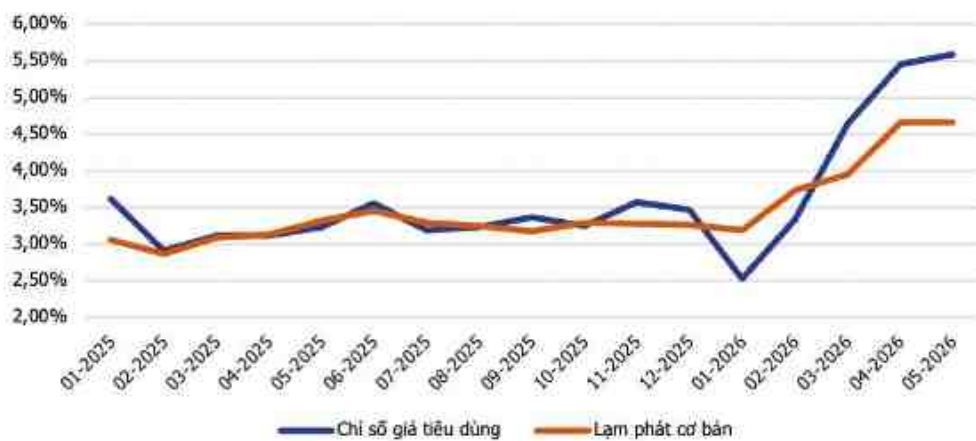
Sau giai đoạn căng thẳng, giá dầu thế giới đã sụt giảm đáng kể từ cuối tháng 5 và hiện biến động quanh vùng 90.0 USD/thùng dù bất ổn địa chính trị vẫn tiếp diễn. Xu hướng này đã phần nào giúp hạ nhiệt giá xăng dầu trong nước. Bên cạnh đó, việc tỷ giá USD/VND được duy trì ổn định cùng tiến độ chi ngân sách nhà nước (NSNN) còn chậm cũng là những yếu tố quan trọng góp phần kiềm chế đà tăng của CPI.

❖ Rủi ro lạm phát nửa cuối năm 2026:

NSI nhận định mặt bằng lạm phát và CPI dự kiến sẽ đi ngang nhưng tiếp tục duy trì ở mức cao trong nửa cuối năm 2026. Nguyên nhân chủ yếu do tiến độ giải ngân đầu tư công tăng tốc vào cuối năm sẽ làm gia tăng áp lực lên tỷ giá, từ đó tác động tiêu cực đến chi phí nguyên vật liệu đầu vào. Song song đó, rủi ro biến động khó lường từ giá năng lượng thế giới vẫn là mối đe dọa thường trực đối với kiểm soát CPI.

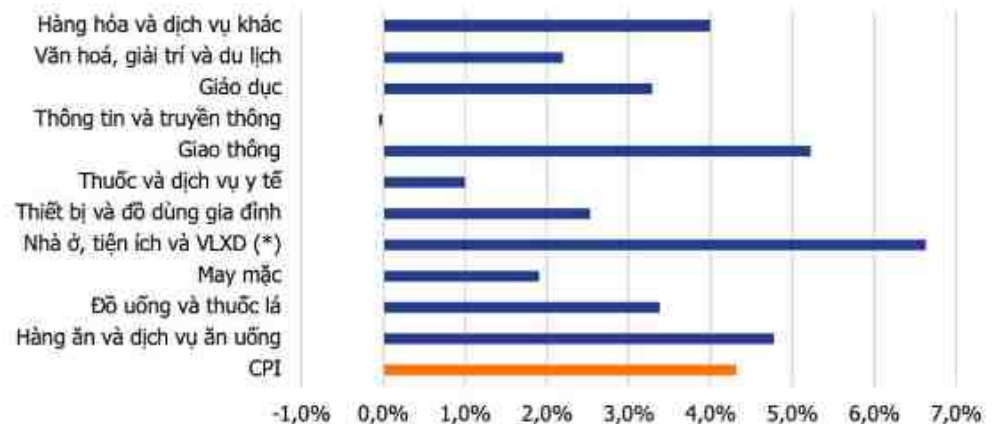
Để giải quyết áp lực trên, giải pháp cốt lõi nằm ở việc tích cực huy động dòng vốn nước ngoài đầu tư vào thị trường Việt Nam. Nguồn ngoại tệ này sẽ giúp cân bằng áp lực tỷ giá phát sinh từ phía giải ngân đầu tư công, qua đó bảo đảm chỉ số CPI cả năm duy trì an toàn trong ngưỡng mục tiêu 4.5%.

CPI và lạm phát gia tăng đáng kể so với cùng kỳ



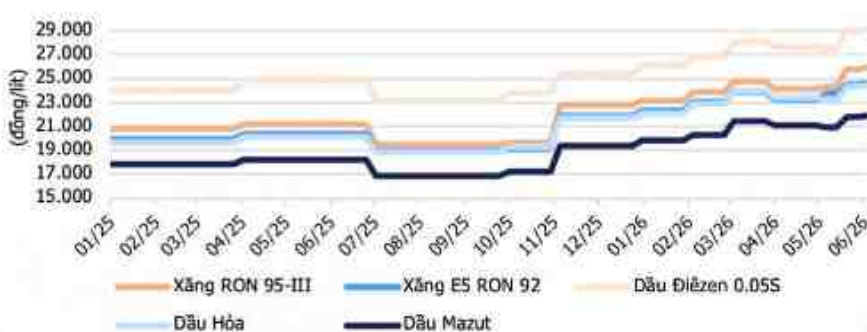
Nguồn: GSO

Cấu phần CPI 5T2026



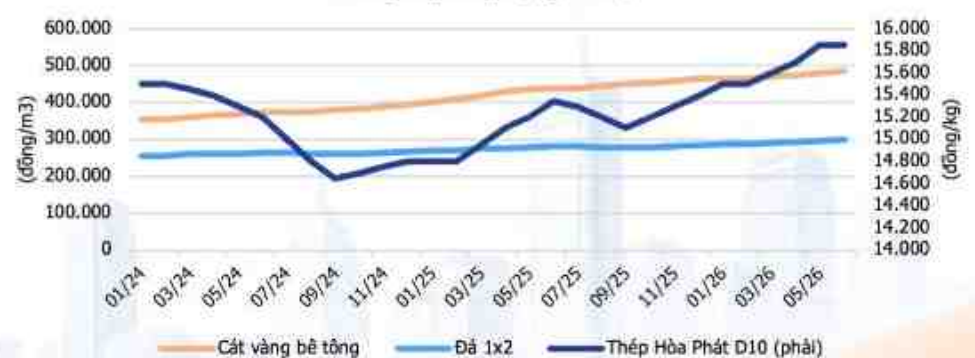
Nguồn: GSO

Giá xăng dầu trong nước gia tăng



Nguồn: Bộ Công Thương

Giá vật liệu xây dựng Hà Nội



Nguồn: Sở Xây Dựng Hà Nội

ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 5T2026

Áp lực thanh khoản khiến lợi suất ngành ngân hàng suy giảm

❖ Tín dụng vượt xa huy động, áp lực lên thanh khoản hệ thống

Tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế tính đến tháng 5 ước đạt 5.7% YTD, tiếp tục chạy trước và cao hơn quy mô huy động toàn hệ thống khoảng 2 triệu tỷ đồng. Để ứng phó, NHNN và KBNN đang tích cực phối hợp điều tiết linh hoạt dòng vốn qua kênh OMO và tiền gửi kho bạc ở mức hợp lý nhằm neo giữ ổn định tỷ giá và bảo đảm thanh khoản thị trường.

❖ Chi phí vốn tăng cao làm thu hẹp biên lợi nhuận ngân hàng

Áp lực thanh khoản kể trên đã thúc đẩy các ngân hàng gia tăng cạnh tranh lãi suất huy động, đồng thời đẩy mạnh phát hành trái phiếu kỳ hạn trung - dài hạn với mức lãi suất cao. Xu hướng này vô hình trung làm gia tăng chi phí vốn, khiến biên lãi ròng NIM của toàn ngành ngân hàng bị sụt giảm tương ứng.

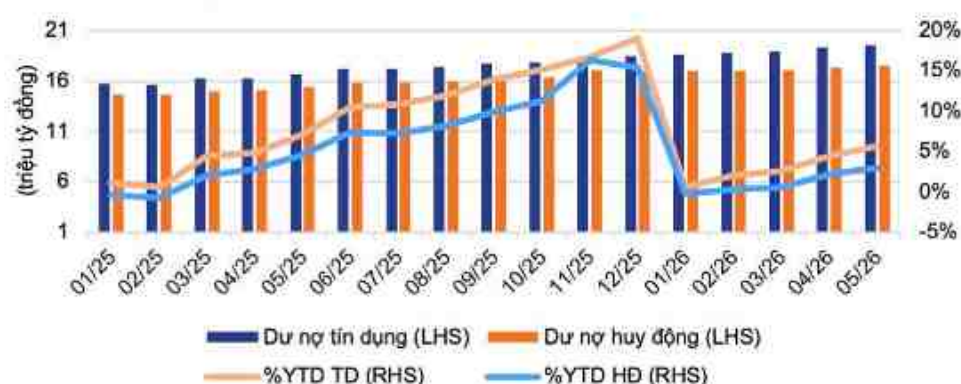
Ngoài ra, trong nửa cuối năm 2026, hệ thống tài chính phải đối mặt với áp lực lớn từ làn sóng đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp với giá trị lên tới hơn 140,000 tỷ đồng, góp phần tạo sức ép thanh khoản đáng kể.

❖ Thách thức từ các quy định an toàn hệ thống mới

Hiện tại, NHNN đang trong quá trình lấy ý kiến dự thảo Thông tư thay thế Thông tư 22/2019/TT-NHNN nhằm thắt chặt các điều kiện an toàn hệ thống theo định hướng tiêu chuẩn Basel III. Quy định mới đòi hỏi các ngân hàng phải nâng cao năng lực thanh khoản và đảm bảo tính cân đối nghiêm ngặt về kỳ hạn giữa tài sản và nguồn vốn, từ đó tạo thêm áp lực tăng chi phí vận hành cho hệ thống.

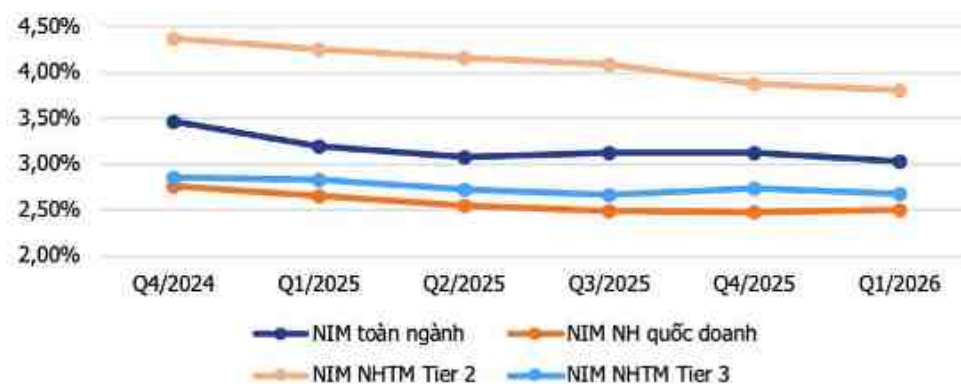
❖ NSI nhận định **mặt bằng lãi suất sẽ tiếp tục neo ở mức cao và dân hạ nhiệt cuối năm 2026** khi nguồn vốn huy động của hệ thống có thể được củng cố nhờ dòng tiền từ giải ngân đầu tư công bắt đầu tăng tốc vào cuối năm. Dù vậy, dòng vốn này có thể tạo ra áp lực lên tỷ giá USD/VND, gián tiếp làm ảnh hưởng đến tính ổn định của dòng vốn nước ngoài trong hệ thống.

Tăng trưởng tín dụng tháng 5/2026 ước đạt 5.7% YTD



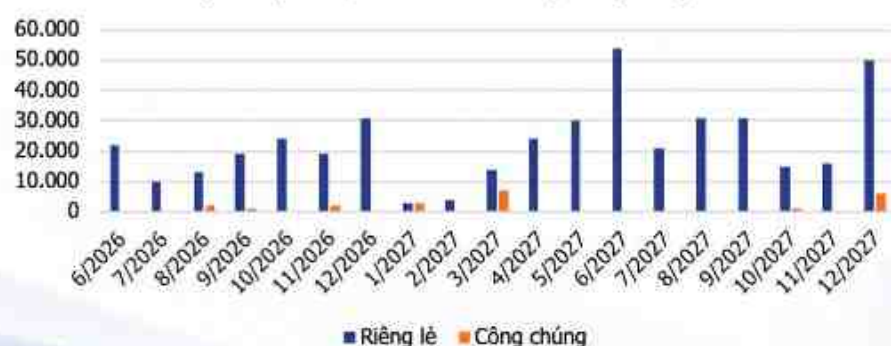
Nguồn: NSI tổng hợp

NIM của hệ thống ngân hàng đang suy giảm



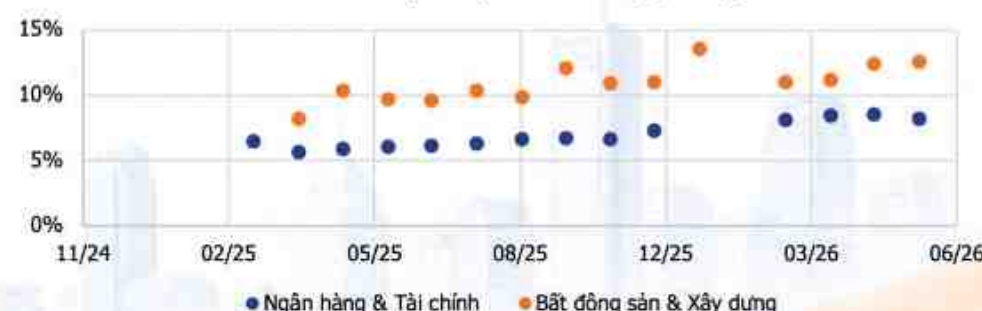
Nguồn: FiinPro

Giá trị đáo hạn trái phiếu ước tính 144,000 tỷ đồng 2H2026



Nguồn: VBMA

Lãi suất trái phiếu phát hành đang gia tăng



ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 5T2026

Tiến độ giải ngân vốn NSNN tháng 5/2026 còn chậm so với tiến độ

❖ Ngân sách Nhà nước thặng dư lớn nhờ thu vượt tiến độ

Lũy kế 5 tháng đầu năm 2026, tổng thu NSNN ước đạt 1,339.7 nghìn tỷ đồng (bằng 53.0% dự toán năm và tăng 15.3% YoY). Trong khi đó, tổng chi NSNN ước đạt 843.7 nghìn tỷ đồng (bằng 26.7% dự toán năm và tăng 3.1% YoY). Trong cơ cấu chi, chi thường xuyên đạt 586.0 nghìn tỷ đồng (tăng nhẹ 0.1% YoY), còn chi đầu tư phát triển đạt 206.2 nghìn tỷ đồng (bằng 18.4% dự toán và tăng 11.8% YoY).

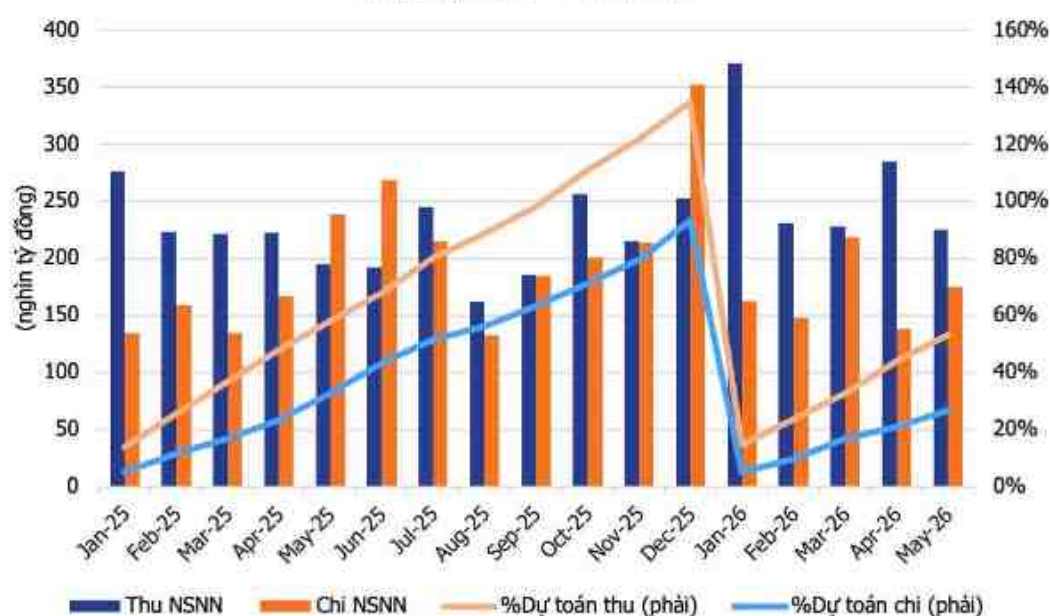
❖ Áp lực từ thặng dư ngân sách lên thanh khoản thị trường

Việc duy trì mức thặng dư NSNN lớn (đạt gần 500,000.0 tỷ đồng) vô hình trung đã giữ lại một lượng lớn tiền mặt ngoài hệ thống ngân hàng (khoảng 50% gửi tại TGA ở SBV), gây áp lực lên thanh khoản thị trường và làm gia tăng sự mất cân đối giữa dư nợ cho vay và tổng tiền gửi. Hệ quả là các ngân hàng phải đẩy mạnh cuộc đua tăng lãi suất huy động và cho vay, trực tiếp kéo chi phí vốn của toàn hệ thống đi lên.

❖ Tiến độ đầu tư công và rủi ro đảo ngược áp lực vĩ mô

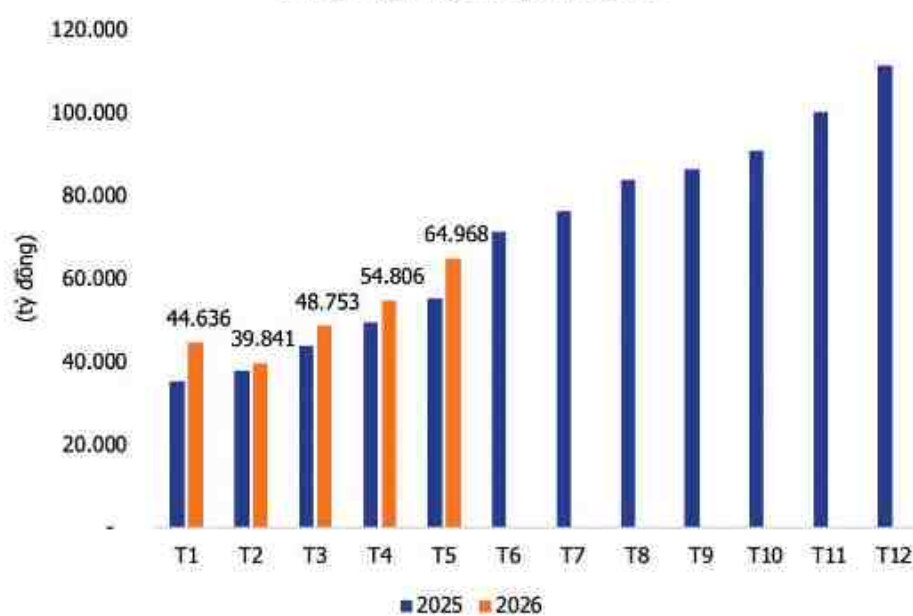
Hiện tại, tiến độ giải ngân đầu tư công nhìn chung còn tương đối chậm, điều này tạm thời giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá và lạm phát trong ngắn hạn. Tuy nhiên, NSI dự báo hoạt động này sẽ tăng tốc mạnh mẽ vào nửa cuối năm nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Sự tăng tốc đột ngột này có thể đảo ngược xu hướng hiện tại, tạo sức ép lớn trở lại lên cả mặt bằng giá cả và tỷ giá trong những tháng cuối năm.

Tình hình thu – chi NSNN



Nguồn: GSO

Vốn đầu tư thực hiện từ NSNN



Nguồn: GSO

ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM NĂM 5T2026

Lãi suất liên ngân hàng biến động khó lường

❖ NHNN tích cực điều tiết thanh khoản trước áp lực kép

Trong bối cảnh dư nợ tín dụng hệ thống vượt xa quy mô huy động, kết hợp với lượng tiền mặt lớn bị đóng băng do thặng dư NSNN đạt gần 500,000 tỷ đồng, lãi suất liên ngân hàng đã có những biến động rất khó lường. Để hỗ trợ thanh khoản thị trường, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã phải liên tục duy trì số dư bơm tiền qua kênh thị trường mở (OMO) quanh mức 300,000 tỷ đồng.

❖ Phối hợp đa công cụ để ổn định hệ thống

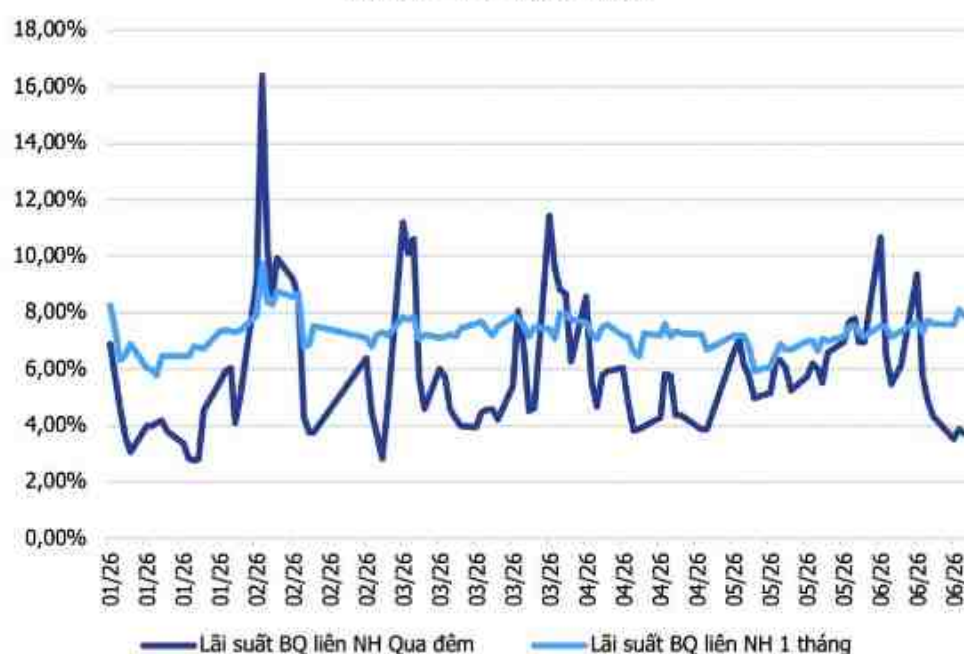
Bên cạnh OMO, NHNN đã kết hợp linh hoạt công cụ FX Swap (hoán đổi ngoại tệ), đồng thời phối hợp với Kho bạc Nhà nước thực hiện gửi tiền vào tại các ngân hàng quốc doanh. Sự phối hợp này nhằm thực hiện mục tiêu kép: vừa đảm bảo thanh khoản nội tệ, vừa kiểm soát hiệu quả áp lực lên tỷ giá.

❖ Mặt bằng lãi suất liên ngân hàng sẽ phải duy trì ở mức cao

Áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới là khó tránh khỏi trước kế hoạch bội chi NSNN dự kiến khoảng 600,000 tỷ đồng và mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15.0% cho cả năm 2026. Do đó, NSI nhận định nhiều khả năng lãi suất liên ngân hàng sẽ duy trì ở mức cao sẽ trong nửa cuối năm nhằm kiềm chế đà tăng của tỷ giá USD/VND.

❖ NSI dự báo nửa cuối năm 2026 sẽ là giai đoạn bùng nổ để thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài nhờ hàng loạt động thái vĩ mô mạnh mẽ: đẩy mạnh IPO và thoái vốn doanh nghiệp nhà nước, triển khai sàn giao dịch tài sản mã hóa cùng sàn giao dịch vàng. Đặc biệt, đây cũng là thời điểm cổ phiếu Việt Nam dự kiến sẽ chính thức được đưa vào rổ chỉ số FTSE sau khi thị trường được nâng hạng lên thị trường mới nổi thứ cấp (Secondary Emerging Market).

Lãi suất Liên ngân hàng



Nguồn: FinPro

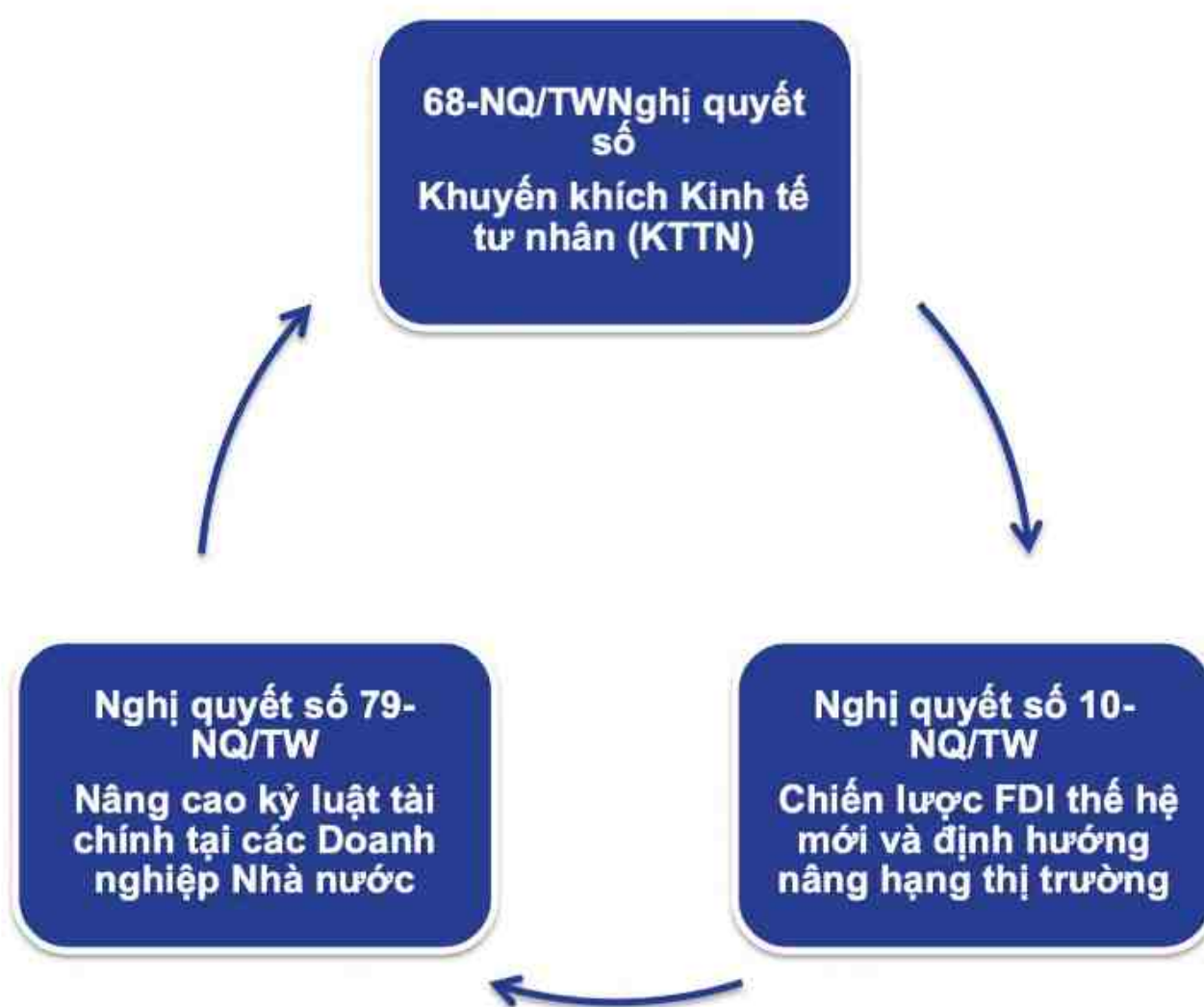
Thị trường mở OMO



Nguồn: FinPro

ĐIỂM NHẤN KINH TẾ VIỆT NAM 1H2026

THẺ CHẾ KIẾN TẠO: HOÀN THIỆN BỘ BA NGHỊ QUYẾT XƯƠNG SỐNG



Giao thoa 03 trục chiến lược:

- **Trục NQ 79 ⇒ NQ 68 (Sự cộng hưởng Công - Tư):** Sự phân vai được xác lập rõ ràng. Khu vực Nhà nước (NQ 79) sẽ rút vốn khỏi các lĩnh vực phi cốt lõi, tạo ra làn sóng thoái vốn và M&A khổng lồ, mở ra cơ hội thu tóm tài sản giá trị cho khu vực Tư nhân (NQ 68). Đổi lại, Nhà nước tập trung toàn lực đầu tư công vào các đại dự án hạ tầng giao thông (Cao tốc Bắc - Nam, Sân bay Long Thành). Cơ sở hạ tầng này đóng vai trò "vốn mồi", kích thích khối tư nhân bùng nổ đầu tư vào bất động sản khu công nghiệp, logistics và đô thị vệ tinh.
- **Trục NQ 79 ⇒ NQ 10 (Nền tảng hạ tầng đáp ứng FDI thế hệ mới):** Dòng vốn FDI công nghệ cao từ các tập đoàn Fortune 500 không chỉ cần nhân công rẻ, họ đòi hỏi năng lượng sạch (phát thải Carbon thấp) và khu công nghiệp sinh thái thông minh theo chuẩn ESG quốc tế. Việc nâng cao hiệu quả các Tập đoàn Nhà nước (EVN, PVN theo NQ 79) là điều kiện tiên quyết để đảm bảo tiến độ các dự án năng lượng tái tạo, điện khí LNG và nâng cấp lưới điện truyền tải. Đây là "hàng rào cứng" để giữ chân và thu hút 40 - 50 tỷ USD vốn FDI cam kết theo NQ 10.
- **Trục NQ 68 ⇒ NQ 10 (Sự hòa quyện Nội - Ngoại):** Đây là trục kỳ vọng mang lại sự bùng nổ lớn nhất cho thị trường chứng khoán. NQ 10 đặt mục tiêu định hướng khối FDI nâng tỷ lệ nội địa hóa lên 45% - 50%. Điều này trực tiếp đẩy khối doanh nghiệp tư nhân Việt Nam (NQ 68) nâng cấp năng lực để trở thành các nhà cung ứng Cấp 1 (Tier 1) trong chuỗi giá trị toàn cầu. Ngược lại, thông qua các kênh FII và thị trường vốn được nối lỏng, dòng tiền từ các quỹ đầu tư quốc tế sẽ đẩy mạnh giải ngân vào mua cổ phần, cung cấp nguồn vốn trung dài hạn cho khối tư nhân bứt phá quy mô mà không cần vắt kiệt thanh khoản của hệ thống ngân hàng nội địa.

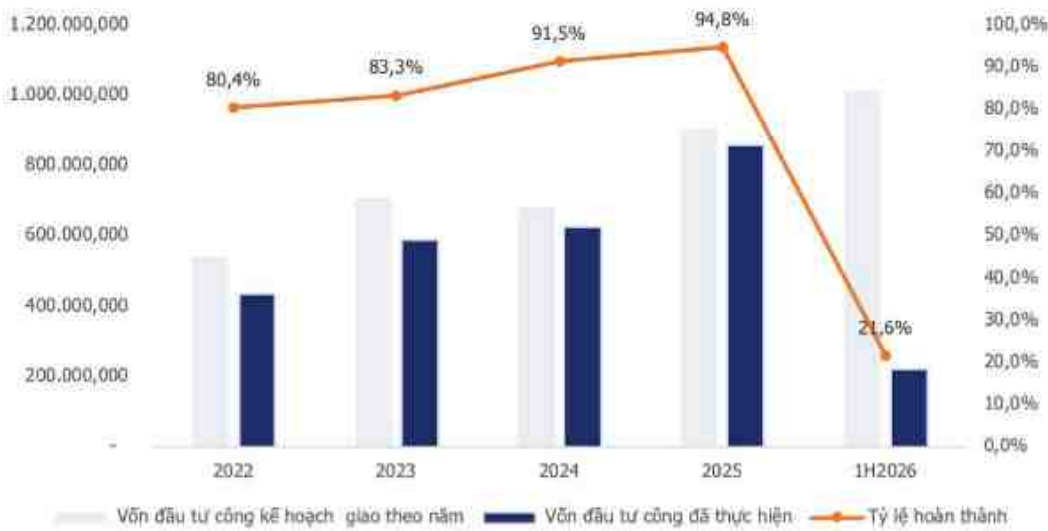
ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ 2H2026

Đầu tư công – Mệnh lệnh tăng trưởng của nửa cuối năm

Giải ngân đầu tư công không chỉ đơn thuần là một động lực tăng trưởng, mà được định vị là điều kiện tiên quyết mang tính "sống còn" để GDP Quý III và Quý IV có thể bứt phá hướng đến mục tiêu tăng trưởng 10%. Tổng kế hoạch vốn đầu tư công năm 2026 (gồm vốn phân bổ và chuyển nguồn) đạt mức kỷ lục khoảng 1,154,744 tỷ đồng. Tuy nhiên, tính đến giữa tháng 6/2026, lượng giải ngân mới đạt khoảng 245,055 tỷ đồng (tương đương 21.2%)

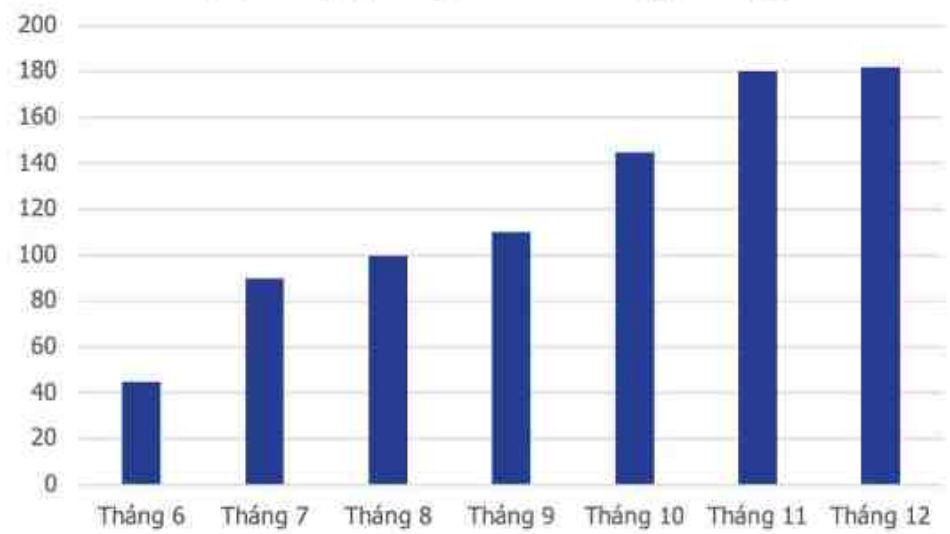
Khi dòng tiền gần 852 nghìn tỷ đồng này được bơm từ Kho bạc Nhà nước luân chuyển qua các nhà thầu, vật liệu xây dựng và chảy ngược về thành tiền gửi tại hệ thống ngân hàng, nó sẽ kích hoạt hiệu ứng số nhân (Multiplier Effect), phục hồi tốc độ vòng quay tiền tệ (M2) và hỗ trợ thanh khoản cho Thị trường 1.

Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch đầu tư công



Nguồn: NSI tổng hợp

Dự phóng giải ngân 2H2026 (tỷ đồng)



Nguồn: NSI tổng hợp

Theo đánh giá của NSI, xác suất hoàn thành toàn bộ kế hoạch giải ngân là tương đối thấp; tuy nhiên, mức 95% được xem là một kịch bản tích cực và có tính khả thi cao dưới sự chỉ đạo sát sao của cơ quan quản lý nhà nước hiện nay. Để đạt được mục tiêu 95% (tương đương khoảng 1,097,000 tỷ đồng, nền kinh tế đòi hỏi khối lượng giải ngân bổ sung ước tính khoảng 852,000 tỷ đồng trong nửa cuối năm. Căn cứ vào dữ liệu lịch sử mang tính mùa vụ của công tác giải ngân đầu tư công (thường có xu hướng tập trung vào các tháng cuối năm), NSI xây dựng lộ trình phân bổ nguồn vốn như sau:

- **Quý III/2026 (Giai đoạn gia tốc):** Dữ liệu chu kỳ cho thấy Quý III thường là thời điểm bắt đầu đẩy mạnh tiến độ thi công. Khối lượng giải ngân dự phóng đạt khoảng 300,000 tỷ đồng (tương đương mức bình quân bơm vào nền kinh tế khoảng 100,000 tỷ đồng/tháng).
- **Quý IV/2026 (Giai đoạn cao điểm):** Do đặc thù tập trung nghiệm thu và quyết toán khối lượng dự án vào cuối kỳ, phần vốn còn lại ước tính khoảng 552,000 tỷ đồng dự kiến sẽ được giải ngân hoàn tất (tương đương mức phân bổ bình quân vượt 180,000 tỷ đồng/tháng).

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ 2H2026

Xuất nhập khẩu & FTA: Kỳ vọng trái ngọt từ chu kỳ FDI thế hệ mới

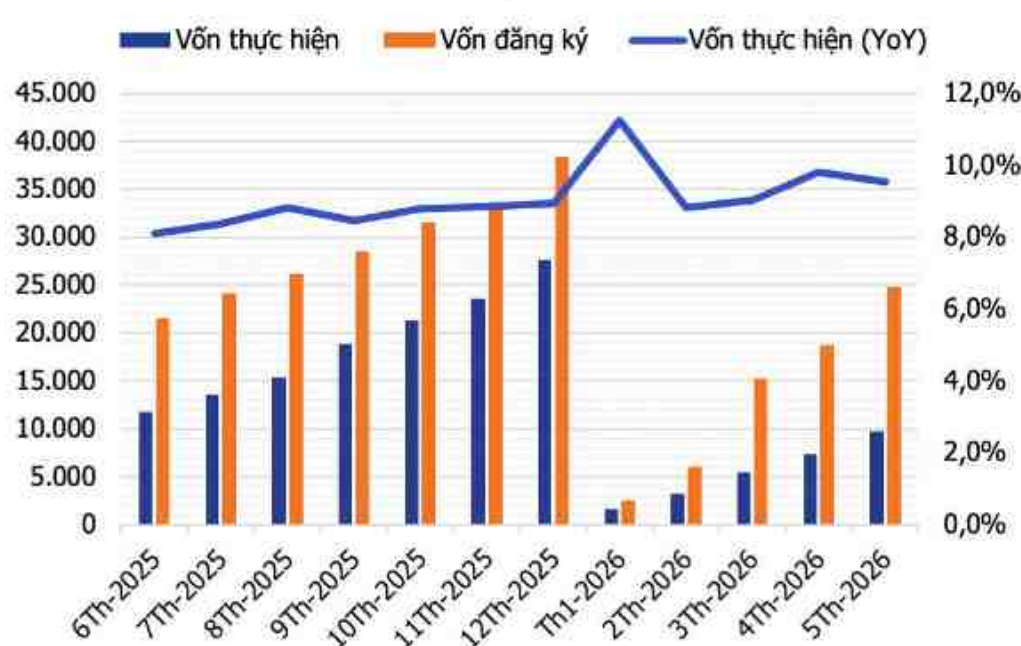
Mức nhập siêu khoảng 13.8 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm 2026 không phản ánh sự suy yếu của khu vực đối ngoại mà chủ yếu đến từ việc gia tăng nhập khẩu máy móc, thiết bị, linh kiện điện tử và nguyên vật liệu phục vụ sản xuất. Đây là dấu hiệu cho thấy khu vực doanh nghiệp đang chuẩn bị cho một chu kỳ xuất khẩu mới trong nửa cuối năm.

- Về bản chất, nền kinh tế đang trải qua hiện tượng lệch pha chu kỳ (độ trễ chu kỳ sản xuất – xuất khẩu): ngoại tệ được chi ra để nhập khẩu đầu vào trong Quý I–II nhưng chỉ được thu hồi sau 3–6 tháng khi hàng hóa hoàn thiện và được xuất khẩu. Điều này hàm ý phần nhập siêu hiện tại nhiều khả năng sẽ được chuyển hóa thành thặng dư thương mại trong Quý III và Quý IV.
- Song song với đó, dòng vốn FDI giải ngân tiếp tục duy trì xu hướng tích cực nhờ quá trình dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu và các chính sách thúc đẩy khu vực kinh tế tư nhân. Sự kết hợp giữa nguồn thu ngoại tệ từ xuất khẩu và dòng vốn FDI thực chất sẽ tạo ra nguồn cung USD dồi dào cho nền kinh tế trong nửa cuối năm.
- Khi nguồn cung ngoại tệ gia tăng, áp lực tỷ giá USD/VND sẽ giảm đáng kể, đồng thời tạo điều kiện để Ngân hàng Nhà nước quay trở lại vị thế mua ròng ngoại tệ nhằm tái tích lũy dự trữ ngoại hối. Quá trình này đồng thời bơm ra lượng VND đối ứng, góp phần cải thiện thanh khoản hệ thống ngân hàng và hỗ trợ mặt bằng lãi suất. NSI cho rằng khu vực thương mại sẽ không chỉ đóng góp trực tiếp vào tăng trưởng GDP, mà còn trở thành nguồn cung thanh khoản chiến lược của nền kinh tế trong giai đoạn 2H2026–2027. Nói cách khác, phần nhập siêu của nửa đầu năm thực chất là chi phí đầu vào cho một chu kỳ tạo ngoại tệ lớn hơn trong nửa cuối năm.

Các mặt hàng chiếm tỷ trọng nhập khẩu cao nhất (hơn 70%)



FDI



Nguồn: NSI tổng hợp

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ 2H2026

Phục hồi Tiêu dùng nội địa: Khi thu nhập thực tế trở lại tăng trưởng

Mặc dù tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong những tháng đầu năm 2026 duy trì mức tăng trưởng hai chữ số, khoảng cách lớn giữa tăng trưởng danh nghĩa (11.2%) và tăng trưởng thực tế (6.1%) cho thấy sức mua của khu vực hộ gia đình vẫn đang chịu áp lực đáng kể từ lạm phát và tâm lý phòng thủ kéo dài sau giai đoạn biến động kinh tế những năm gần đây.

Trong khi đó, lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng hiện ước khoảng hơn 2 triệu tỷ đồng (SBV công bố), phản ánh tốc độ luân chuyển tiền tệ vẫn ở mức thấp. Một phần đáng kể nguồn lực tài chính của khu vực dân cư đang được nắm giữ dưới dạng tiền mặt, vàng và ngoại tệ thay vì quay trở lại tiêu dùng hoặc đầu tư.

NSI cho rằng quá trình phục hồi tiêu dùng trong nửa cuối năm sẽ được hỗ trợ bởi ba động lực chính.

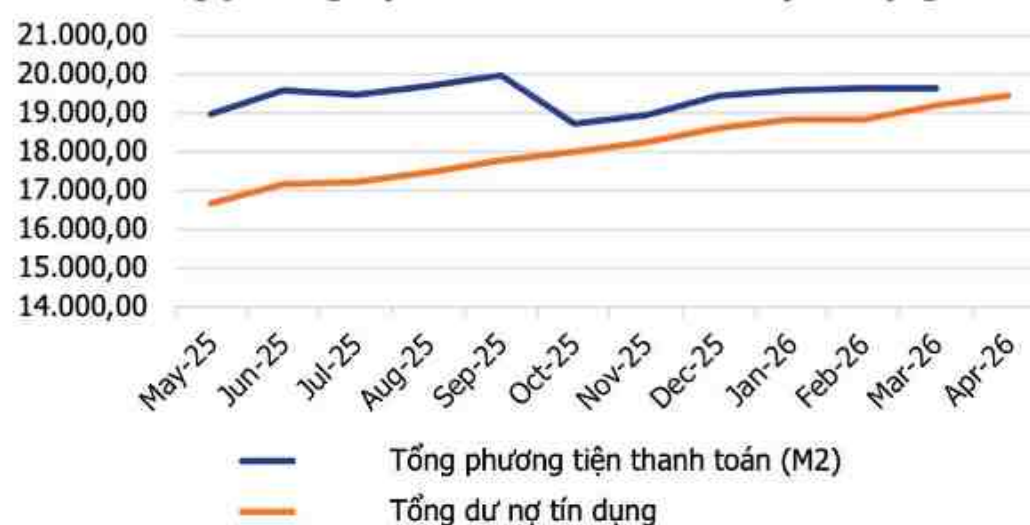
- Thứ nhất, giá năng lượng thế giới hạ nhiệt giúp kiểm soát lạm phát và cải thiện thu nhập thực tế của hộ gia đình.
- Thứ hai, các chính sách hỗ trợ tài khóa, đặc biệt là việc tiếp tục duy trì chính sách giảm 2% thuế VAT, sẽ góp phần kích thích tổng cầu và hỗ trợ sức mua.
- Thứ ba, sự ổn định của tỷ giá cùng mặt bằng lãi suất huy động duy trì ở mức hấp dẫn làm giảm động cơ nắm giữ vàng và ngoại tệ, qua đó thúc đẩy dòng tiền quay trở lại hệ thống tài chính và nền kinh tế thực.

Tăng trưởng bán lẻ loại trừ yếu tố giá



Nguồn: NSI Tổng hợp

Tổng phương tiện thanh toán M2 & dư nợ tín dụng



Nguồn: NSI Tổng hợp

Bên cạnh đó, việc mở rộng áp dụng hóa đơn điện tử và tăng cường quản lý thuế tại khu vực bán lẻ phi chính thức đang tạo ra sự dịch chuyển thị phần rõ nét từ các hộ kinh doanh nhỏ lẻ sang các chuỗi bán lẻ hiện đại. Đây không chỉ là sự thay đổi mang tính chu kỳ mà còn là xu hướng tái cấu trúc dài hạn của ngành bán lẻ, giúp các doanh nghiệp quy mô lớn gia tăng thị phần và cải thiện hiệu quả hoạt động.

NSI kỳ vọng tiêu dùng nội địa sẽ trở thành động lực tăng trưởng quan trọng thứ ba của nền kinh tế trong nửa cuối năm 2026. Nếu lượng tiền mặt đang nằm ngoài hệ thống được kích hoạt trở lại, tốc độ lưu chuyển tiền tệ sẽ được cải thiện đáng kể, qua đó hỗ trợ doanh thu bán lẻ, lợi nhuận doanh nghiệp và hiệu quả truyền dẫn của các chính sách kinh tế vĩ mô.

ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG KINH TẾ 2H2026

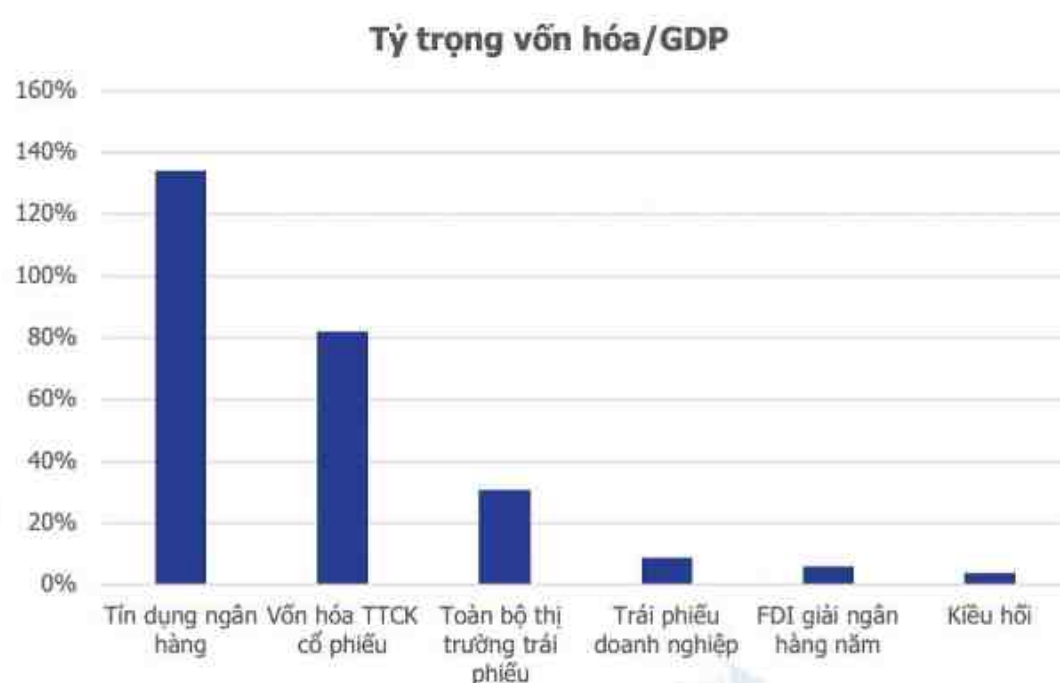
Mở rộng khu vực kinh tế tư nhân: Dịch chuyển cấu trúc thị trường vốn

Sau hơn một thập kỷ tăng trưởng dựa chủ yếu vào tín dụng ngân hàng, nền kinh tế Việt Nam đang tiến gần tới giới hạn của mô hình tài trợ vốn truyền thống. Với tỷ lệ tín dụng/GDP đã vượt 134%, thuộc nhóm cao nhất khu vực, cùng yêu cầu tuân thủ ngày càng nghiêm ngặt các chuẩn mực Basel III về thanh khoản và an toàn vốn, dư địa mở rộng tín dụng trung và dài hạn cho khu vực doanh nghiệp tư nhân đang dần thu hẹp.

Trong bối cảnh đó, quá trình phát triển khu vực kinh tế tư nhân không còn có thể dựa hoàn toàn vào hệ thống ngân hàng. Thay vào đó, nền kinh tế buộc phải dịch chuyển sang mô hình huy động vốn dựa nhiều hơn vào thị trường vốn, nơi các doanh nghiệp tiếp cận trực tiếp nguồn vốn dài hạn từ nhà đầu tư thay vì phụ thuộc vào bảng cân đối của các ngân hàng thương mại.

- **Kênh Trái phiếu Doanh nghiệp:** Tận dụng hành lang pháp lý từ Nghị định 200 và Luật Chứng khoán sửa đổi, đặc biệt là cơ chế "bảo lãnh thanh toán", các tập đoàn tư nhân sẽ gia tăng phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ. Các công cụ nợ có bảo lãnh này sẽ đóng vai trò khơi thông dòng tiền nhàn rỗi trong dân cư đang tìm kiếm lợi suất hấp dẫn hơn kênh tiền gửi tiết kiệm.
- **Làn sóng IPO và Tái cấu trúc (Spin-off):** Khu vực kinh tế tư nhân sẽ dẫn dắt làn sóng IPO thế hệ mới thông qua chiến lược tách mảng kinh doanh (Spin-off) nhằm giải phóng giá trị nội tại (Sum-of-the-parts). Thay vì phụ thuộc vào vay nợ ngân hàng, các tập đoàn đa ngành sẽ tách các mảng hoạt động hiệu quả như bán lẻ, công nghệ, hoặc nông nghiệp thành các pháp nhân độc lập để gọi vốn cổ phần từ các nhà đầu tư tổ chức quốc tế.
- **Sự định hình lại cấu trúc lợi nhuận ngành Tài chính:** Quá trình dịch chuyển từ mô hình "Bank-based Economy" sang "Capital Market-based Economy" sẽ kích hoạt chu kỳ tăng trưởng mới cho mảng Ngân hàng Đầu tư (Investment Banking - IB). Các định chế trung gian sẽ ghi nhận sự bứt phá trong cơ cấu doanh thu từ các hoạt động tư vấn tài chính, thu xếp vốn và bảo lãnh phát hành thay vì chỉ dựa vào phí môi giới truyền thống.

NSI cho rằng đây không đơn thuần là một chu kỳ phục hồi của thị trường vốn, mà là sự khởi đầu của quá trình tái cấu trúc mô hình tăng trưởng quốc gia. Nếu đầu tư công giải quyết bài toán vốn của khu vực công và FDI cung cấp nguồn lực từ bên ngoài, thì thị trường vốn sẽ là cơ chế quan trọng nhất để giải phóng tiềm năng tăng trưởng của khu vực kinh tế tư nhân trong thập kỷ tới.



Nguồn: NSI Tổng hợp

RỦI RO VĨ MÔ 2H2026

- Mục tiêu tăng trưởng cao đang kéo nền kinh tế Việt Nam tiến nhanh hơn về phía trước, nhưng đồng thời cũng làm xuất hiện những mất cân đối mới trong hệ thống tài chính. Những rủi ro lớn nhất của 2H2026 không nằm ở việc thiếu động lực tăng trưởng, mà nằm ở khả năng hấp thụ và phân bổ nguồn lực của nền kinh tế.

Các rủi ro dự kiến trong 06 tháng cuối năm 2026

1

Căng thẳng thanh khoản ngân hàng

Tín dụng vượt huy động, lãi suất huy động neo cao, chi phí vốn tăng.

2

Áp lực tỷ giá USD/VND

USD mạnh, nhập siêu và dòng vốn thận trọng thu hẹp dư địa chính sách.

3

ICOR tăng – tăng trưởng thâm dụng vốn

Vốn tăng nhanh nhưng hiệu quả sử dụng vốn giảm, rủi ro nợ xấu tích tụ.

4

Độ trễ cải cách thể chế

Kỳ vọng cải cách cao hơn tốc độ thực thi, dễ tạo pha định giá lại.

5

Bảo hộ thương mại & giảm phát TQ

Hàng giá rẻ, rào cản xuất xứ và cạnh tranh biên lợi nhuận.

Bản đồ rủi ro vĩ mô 2H2026

Nguồn: NSI dự phóng



RỦI RO VĨ MÔ 2H2026

Căng thẳng thanh khoản hệ thống ngân hàng: "Nền kinh tế tăng trưởng nhanh hơn khả năng huy động"

- Đây là một trong những rủi ro đang bị thị trường định giá chưa đầy đủ. Nếu giai đoạn 2023–2025 hệ thống đối mặt với tình trạng "thừa tiền, thiếu cầu tín dụng", thì đến giữa năm 2026, bức tranh đã đảo chiều hoàn toàn. Tốc độ tăng trưởng tín dụng đang vượt xa tăng trưởng huy động, đẩy khoảng cách giữa hai biến số này lên mức kỷ lục. Tính đến cuối tháng 5/2026, dư nợ tín dụng đạt 19.66 triệu tỷ đồng (tăng 5.71% so với cuối năm trước), trong khi huy động vốn chỉ tăng 2.98%.
- Hệ thống đang phải tận dụng gần hết dư địa thanh khoản hiện hữu trên sổ sách để tài trợ cho tăng trưởng. Trong khi đó, một lượng lớn thanh khoản vẫn nằm ngoài hệ thống ngân hàng dưới các hình thức như vàng, ngoại tệ, bất động sản hoặc tiền mặt (ước tính lượng tiền gửi của người dân vào hệ thống đã vượt mốc 10.5 triệu tỷ đồng, nhưng lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống vẫn ở mức cao).
- Lãi suất trên thị trường liên ngân hàng đã ghi nhận những biến động bất thường, với lãi suất qua đêm có thời điểm vọt lên 11% vào đầu tháng 6/2026, trước khi hạ nhiệt xuống dưới 5.5% nhờ sự can thiệp của NHNN. Điều này phản ánh áp lực thanh khoản ngắn hạn đang gia tăng. Các biện pháp hành chính (như đề xuất sửa đổi Thông tư 22) có thể giúp giảm áp lực trên sổ sách kế toán, nhưng không tạo ra nguồn vốn thực sự mới cho nền kinh tế. Nếu tốc độ tăng trưởng tín dụng tiếp tục duy trì ở mức cao trong khi huy động vốn không cải thiện tương ứng, mặt bằng lãi suất huy động có thể duy trì ở mức cao lâu hơn kỳ vọng. Điều này không chỉ ảnh hưởng đến lợi nhuận ngân hàng mà còn làm giảm hiệu quả của toàn bộ chiến lược kích thích tăng trưởng.

Sơ đồ truyền dẫn trực tiếp



Nguồn: NSI tổng hợp

Dấu hiệu cần theo dõi

- Lãi suất qua đêm liên ngân hàng biến động mạnh
- CASA giảm, tiền gửi dân cư tăng chậm
- Nợ nhóm 2 và chi phí vốn tăng

RỦI RO VĨ MÔ 2H2026

Áp lực tỷ giá trong môi trường USD mạnh kéo dài

Rủi ro tỷ giá nhiều khả năng sẽ trở thành bài toán vĩ mô lớn nhất trong nửa cuối năm. Môi trường quốc tế hiện không còn thuận lợi như giai đoạn 2023–2024.

- Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) đang cho thấy xu hướng duy trì chính sách tiền tệ thắt chặt lâu hơn dự kiến. Trong kỳ họp ngày 16–17/06/2026, Fed đã quyết định giữ nguyên lãi suất ở mức 3.50%–3.75% và công cụ CME FedWatch cho thấy xác suất Fed giữ nguyên lãi suất trong các cuộc họp sắp tới vẫn ở mức cao. Điều này khiến thanh khoản USD toàn cầu không còn dồi dào như trước.
- Đối với Việt Nam, áp lực tỷ giá có thể đến từ nhiều hướng cùng lúc. Một mặt, tăng trưởng kinh tế cao kéo theo nhu cầu nhập khẩu máy móc, nguyên vật liệu và năng lượng tăng lên (đáng chú ý, thâm hụt thương mại đã lên tới gần 14 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm). Mặt khác, dòng vốn quốc tế có thể trở nên thận trọng hơn trong môi trường lãi suất toàn cầu cao.
- Lớp đệm dự trữ ngoại hối của Việt Nam cũng đang mỏng đi. Dự trữ ngoại hối đã giảm từ đỉnh 109.6 tỷ USD vào tháng 1/2022 xuống còn khoảng 83.6 tỷ USD vào tháng 12/2025 (tương đương 2.21 tháng nhập khẩu), và tiếp tục đối mặt với áp lực giảm sút do các yếu tố nội sinh và bất ổn địa chính trị toàn cầu.
- Tỷ giá tăng không phải lúc nào cũng là vấn đề nghiêm trọng. Tuy nhiên nếu biến động quá mạnh hoặc kéo dài, NHNN sẽ buộc phải đánh đổi giữa việc hỗ trợ tăng trưởng và duy trì ổn định tiền tệ. Đây là một trong những rủi ro có khả năng ảnh hưởng trực tiếp đến cả thị trường chứng khoán, trái phiếu và bất động sản.

Dấu hiệu cần theo dõi

- Nhập siêu không thu hẹp trong quý 3 và quý 4.
- Chênh lệch tỷ giá chính thức và tự do nổi rộng
- Dự trữ ngoại hối giảm hoặc OMO hút ròng

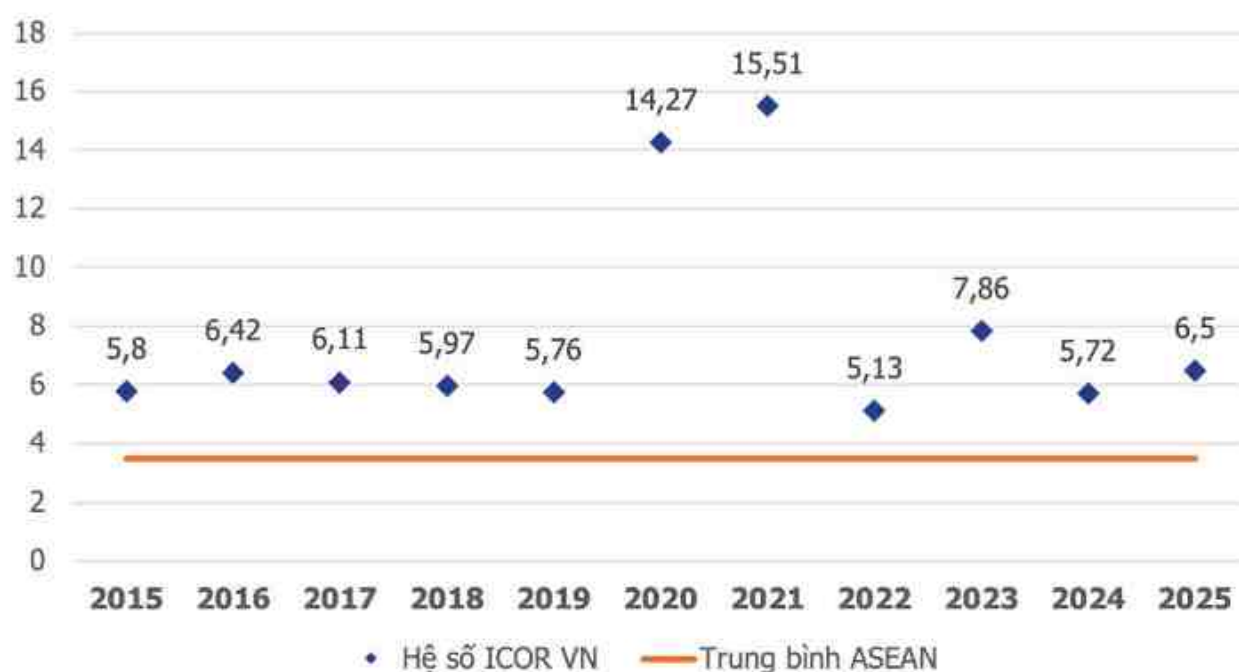
RỦI RO VĨ MÔ 2H2026

Tăng trưởng dựa vào vốn nhiều hơn năng suất

Đây là rủi ro mang tính cấu trúc và có lẽ là rủi ro quan trọng nhất đối với giai đoạn 2026–2030.

- Nhìn vào các động lực tăng trưởng hiện tại, có thể thấy phần lớn đều liên quan đến việc huy động thêm nguồn lực. Đầu tư công được đẩy mạnh. Tín dụng được mở rộng. Các chính sách hỗ trợ doanh nghiệp được tăng cường. Thị trường vốn được khơi thông trở lại. Tất cả đều giúp GDP tăng nhanh hơn trong ngắn hạn. Tuy nhiên, điều quyết định chất lượng tăng trưởng không phải là lượng vốn được bơm vào nền kinh tế mà là khả năng chuyển hóa lượng vốn đó thành năng suất.
- Nếu tăng trưởng GDP tăng thêm 1 điểm phần trăm nhưng phải đánh đổi bằng việc tăng tín dụng thêm 3–4 điểm phần trăm, nền kinh tế đang tạo ra tăng trưởng với chi phí ngày càng đắt đỏ. Khi đó, các áp lực về nợ xấu, hiệu quả đầu tư và mất cân đối tài chính sẽ xuất hiện trong tương lai.
- Nói cách khác, câu hỏi quan trọng nhất không phải là Việt Nam có thể tăng trưởng 8% hay 10%, mà là mỗi đồng vốn bổ sung đang tạo ra bao nhiêu đồng tăng trưởng mới.

Tương quan ICOR VN so với khu vực



Nguồn: NSI Tổng hợp

Đầu tư công /
tín dụng mở rộng

Vốn bổ sung
vào nền kinh tế

Dự án biên
kém hiệu quả

ICOR tăng /
TFP không
cải thiện

Nợ xấu tiềm ẩn
sau độ trễ

Tăng trưởng
kém bền vững

RỦI RO VĨ MÔ 2H2026

Hiệu quả thực thi các chương trình cải cách thấp hơn kỳ vọng

- Thị trường hiện nay đang đặt nhiều kỳ vọng vào các chương trình cải cách lớn như Nghị quyết 68 về kinh tế tư nhân, Nghị quyết 10-NQ/TW về nâng cấp chất lượng dòng vốn FDI, nâng hạng thị trường chứng khoán, cải cách thủ tục đầu tư và tái cấu trúc thị trường vốn.
- Vấn đề là các cải cách này có độ trễ rất dài. Lịch sử phát triển kinh tế của Việt Nam cho thấy khoảng cách giữa chủ trương và thực thi thường lớn hơn kỳ vọng của thị trường. Một nghị quyết có thể được ban hành rất nhanh nhưng quá trình chuyển hóa thành dòng vốn đầu tư, dự án mới hay tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp thường mất nhiều năm.
- Do đó, một trong những rủi ro lớn nhất của 2H2026 là thị trường kỳ vọng quá nhiều vào tốc độ thực thi chính sách, trong khi hiệu quả thực tế đến chậm hơn dự kiến. Nếu điều này xảy ra, tâm lý thị trường có thể chuyển từ hưng phấn sang thất vọng rất nhanh dù định hướng chính sách không thay đổi.

Suy giảm tăng trưởng toàn cầu và làn sóng bảo hộ thương mại mới

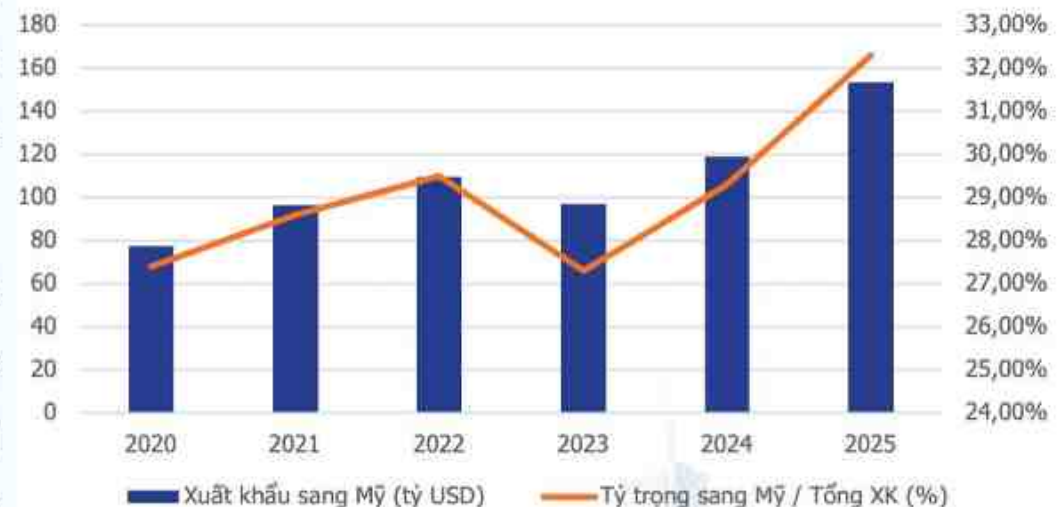
- Mặc dù động lực tăng trưởng của Việt Nam đang dịch chuyển dần sang nội địa, nền kinh tế vẫn phụ thuộc lớn vào xuất khẩu và FDI.
- Trong bối cảnh hiện nay, kinh tế Mỹ đang có dấu hiệu phân hóa, châu Âu tăng trưởng yếu và Trung Quốc tiếp tục đối mặt với áp lực giảm phát tài sản. Điều này khiến triển vọng tăng trưởng thương mại toàn cầu trở nên kém thuận lợi hơn so với giai đoạn trước.
- Đáng lo ngại hơn là xu hướng dư thừa công suất tại Trung Quốc đang thúc đẩy làn sóng xuất khẩu giá rẻ ra toàn cầu. Phản ứng của Mỹ và châu Âu nhiều khả năng sẽ là các biện pháp phòng vệ thương mại quyết liệt hơn.
- Đối với Việt Nam, rủi ro không chỉ nằm ở việc xuất khẩu chậm lại mà còn ở nguy cơ bị cuốn vào các tranh chấp thương mại liên quan đến xuất xứ hàng hóa, chuyển tải thương mại và cạnh tranh giá cả. Đây là rủi ro bên ngoài có thể ảnh hưởng trực tiếp đến một trong những động cơ tăng trưởng quan trọng nhất của nền kinh tế.

Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu VN/GDP qua các năm



Nguồn: NSI Tổng hợp

Xuất khẩu của Việt Nam sang Mỹ



Nguồn: NSI Tổng hợp

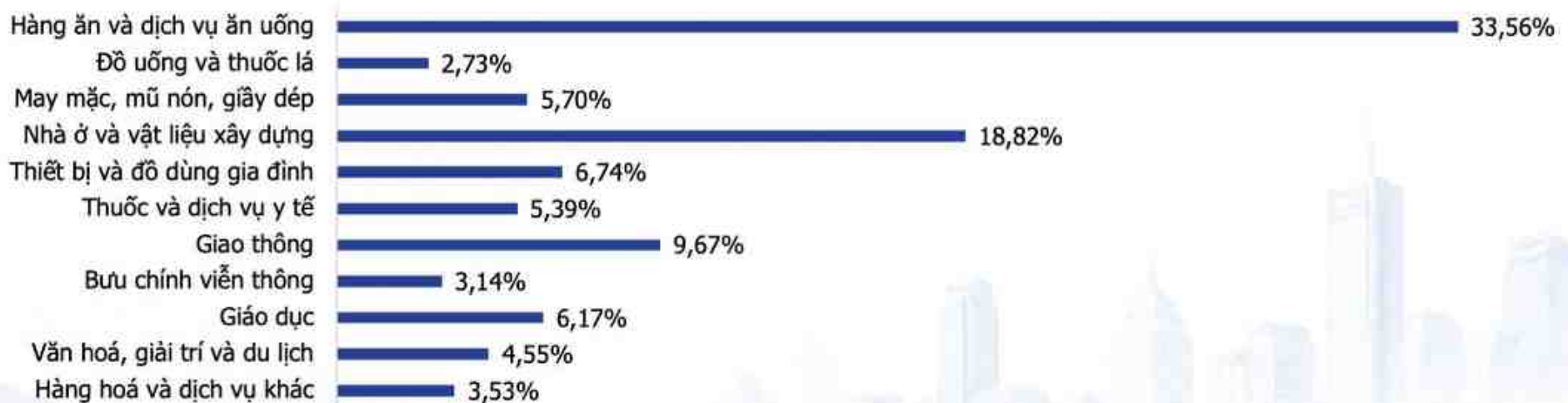
DỰ BÁO KỊCH BẢN VĨ MÔ 2H2026

Căn cứ vào những triển vọng và thách thức của tình hình vĩ mô thế giới cũng như Việt Nam đã nêu trên, NSI đưa ra các kịch bản dự phóng tăng trưởng kinh tế Việt Nam trong cả năm 2026 như sau:

Dự báo chỉ tiêu Vĩ mô (NSI)	Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực	Kịch bản tiêu cực
Tăng trưởng GDP	8.0 – 8.5 %	> 8.5 – 9.5%	< 8 %
Lạm phát bình quân	~ 4.5 % (vượt trần ở 1 số tháng)	Ổn định quanh 4 %	Vượt 5%
Tỷ giá USD/VND	~ +7 % YTD	Tăng < 7%	Tăng > 8 %
Chính sách tiền tệ	Tỷ lệ đảm bảo thanh khoản của ngân hàng được điều chỉnh nhằm gỡ nút thắt. Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao để ổn định tỷ giá	Tỷ lệ đảm bảo thanh khoản của ngân hàng được điều chỉnh nhằm gỡ nút thắt. Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao thu hút tỷ giá	Tỷ lệ đảm bảo thanh khoản của ngân hàng được điều chỉnh nhằm gỡ nút thắt. Vốn ngoại rút khỏi Việt Nam đến từ rủi ro Fed nâng lãi suất cuối năm
Chính sách tài khóa	Giải ngân đầu tư công đạt 85% dự toán	Giải ngân đầu tư công đạt 95% dự toán	Giải ngân đầu tư công đạt 75% dự toán
Tín dụng toàn hệ thống	Tăng khoảng ~15% YoY	>18%	<15%

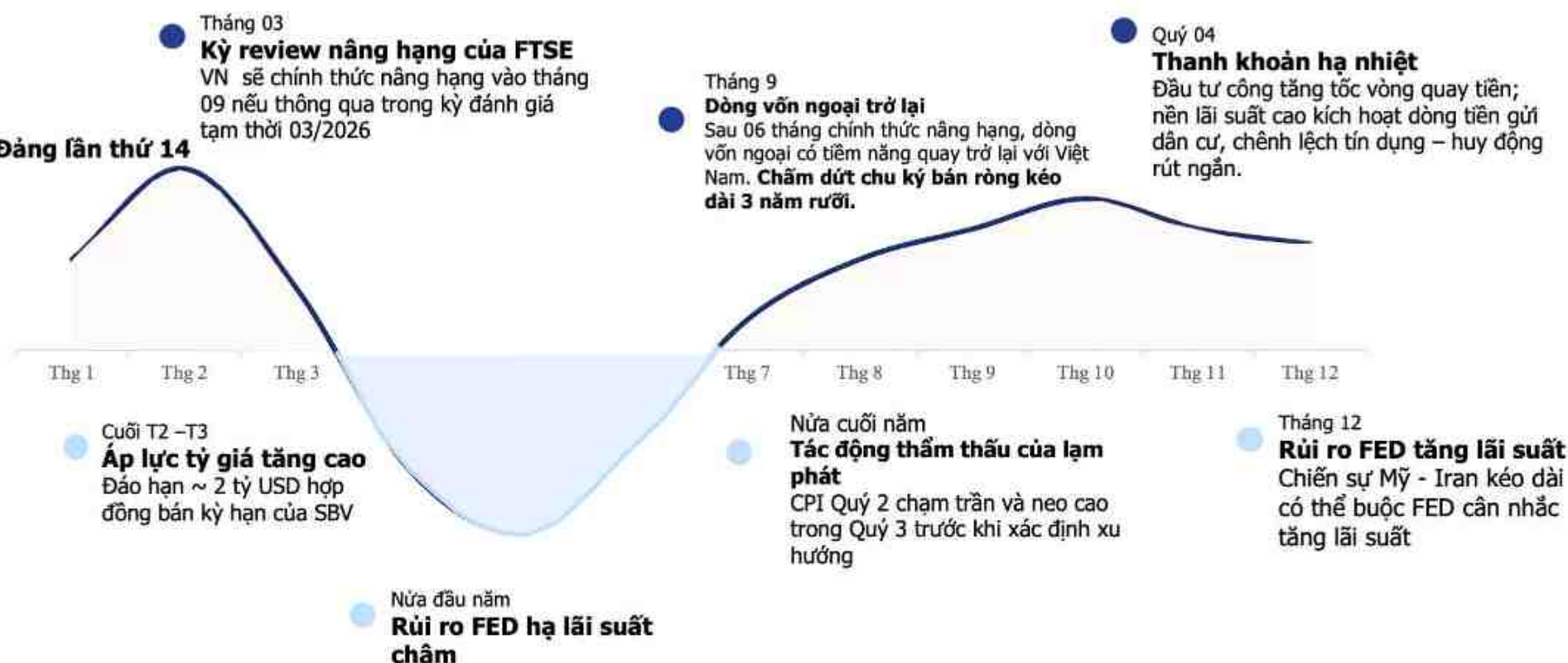
CPI 2026 dự báo ~ 4.5%	Dự báo Tác động 2026	Ghi chú
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	+0.3 – 0.4 điểm % CPI	Áp lực tăng lương thực, thực phẩm so với nền thấp 2025
Đồ uống và thuốc lá	-	
May mặc, mũ nón, giày dép	+0.2 điểm % CPI	Tác động thấp do trọng số nhỏ.
Nhà ở và vật liệu xây dựng	+0.4 – 0.5 điểm % CPI	Giá điện có khả năng điều chỉnh; thuê nhà tăng theo nhu cầu lao động, vật liệu tăng theo đầu tư công.
Thiết bị và đồ dùng gia đình	-	
Thuốc và dịch vụ y tế	+1.2 – 1.5 điểm % CPI	Điều chỉnh viện phí theo khung mới sau nhiều năm hoãn → cấu phần gây áp lực lớn nhất.
Giao thông	+0.6 – 0.8 điểm % CPI	Tăng từ mức nền thấp của giá dầu 2025
Bưu chính viễn thông	-	
Giáo dục	+1.2 – 1.5 điểm % CPI	Học phí điều chỉnh lại theo lộ trình của Bộ GD&ĐT, là nhóm khiến CPI tăng mạnh cùng Y tế.
Văn hoá, giải trí và du lịch	+0.2 điểm % CPI	Nhu cầu dịch vụ tăng theo đà phục hồi du lịch.
Hàng hoá và dịch vụ khác	+0.2 điểm % CPI	Tăng theo thu nhập và cầu tiêu dùng nhưng mức độ vừa phải.

Trọng số CPI 2025



TIMELINE DỰ BÁO VĨ MÔ VIỆT NAM NỬA CUỐI 2026

Phân tích các sự kiện và yếu tố tác động chính đến thị trường trong năm. Sóng màu xanh biểu thị tác động tích cực, màu đỏ biểu thị rủi ro hoặc tác động tiêu cực.



Những giai đoạn chuyển pha đáng lưu ý:

- Tháng 8 - 9/2026: khi áp lực thanh khoản và rủi ro tỷ giá tạm lắng xuống, trọng tâm vĩ mô chuyển dịch sang kỳ đánh giá nâng hạng FTSE (21/09/2026) và đà tăng tốc giải ngân FDI sau chính sách mới (Nghị quyết 10). Phần bù kỳ vọng từ tiến trình nâng hạng sẽ kích hoạt dòng vốn ngoại quay lại, kỳ vọng chấm dứt chu kỳ bán rông kéo dài hơn 3 năm rưỡi qua của nhà đầu tư nước ngoài.
- Trong quý IV, động lực tăng trưởng được kỳ vọng chuyển sang giai đoạn tăng tốc cuối năm, nhờ cao điểm giải ngân kế hoạch đầu tư công và khả năng phục hồi của tiền gửi dân cư. Hai yếu tố này có thể giúp cải thiện vòng quay tiền, thu hẹp chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động, qua đó giảm bớt áp lực thanh khoản hệ thống. Dù vậy, việc mở rộng vốn không đồng nghĩa với cải thiện tương ứng về chất lượng tăng trưởng. Khi đầu tư công và tín dụng cùng tăng tốc, rủi ro quan trọng nhất sẽ chuyển từ thiếu vốn sang hiệu quả hấp thụ vốn. Nếu ICOR tiếp tục tăng, mỗi đơn vị vốn bổ sung sẽ tạo ra ít tăng trưởng hơn, trong khi nghĩa vụ nợ và chi phí tài chính vẫn tích lũy.
- Tháng 12/2026: Dựa trên tín hiệu từ FedWatch và quan điểm điều hành thận trọng bám sát dữ liệu của kinh tế Mỹ, kịch bản Fed tiếp tục thắt chặt và tăng lãi suất vào cuối năm là một rủi ro hiện hữu. Nếu sự kiện này được kích hoạt, chỉ số DXY sẽ bứt phá, đè bẹp trạng thái chênh lệch lãi suất VND - USD.

Top cổ phiếu ảnh hưởng đến VNINDEX 5 tháng đầu năm 2026



Nguồn: NSI tổng hợp

- Kết thúc tháng 5/2026, VNINDEX đạt mốc 1,863 điểm tăng gần 97 điểm ~ 5.4% so với đầu năm. Tuy nhiên, diễn biến điểm số chưa phản ánh đầy đủ bức tranh chung khi nhiều nhóm cổ phiếu vẫn đang giao dịch xu hướng sideway down thậm chí dưới cả vùng đáy thuế quan 4/2025 hoặc nền tích lũy 2024.
 - Riêng VIC đóng góp khoảng 94 điểm tăng cho VNINDEX, tương đương gần như toàn bộ mức tăng của chỉ số. Nếu cộng thêm VHM, hai cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup đã đóng góp hơn 136 điểm, lớn hơn tổng mức tăng của VNINDEX trong cùng giai đoạn.
- Thị trường đang vận động theo mô hình chữ K, khi nguồn lực tăng trưởng và dòng tiền tập trung vào một số ít doanh nghiệp dẫn dắt, trong khi phần lớn cổ phiếu còn lại chưa ghi nhận sự cải thiện tương xứng về hiệu suất và định giá.

TỔNG QUAN QUỸ ĐẦU TƯ CỔ PHIẾU

Hiệu suất kém quả quan

	Quy mô (tỷ)	Tháng 1	Tháng 2	Tháng 3	Tháng 4	Tháng 5	Từ đầu năm
VEIL	42,712	3.91%	3.26%	-11.00%	4.63%	-0.57%	-2.74%
PYNELITE	24,896	5.89%	1.84%	-11.05%	3.40%	-3.27%	-6.86%
VINACAPITAL-VOF	24,732	1.84%	3.74%	-7.00%	1.49%	-1.32%	-3.95%
THINHAN	18,312	1.16%	0.14%	-4.25%	2.57%	-1.01%	-3.52%
VNM-ETF	15,057	0.17%	3.12%	-9.80%	10.68%	-0.62%	-0.63%
FUEVFNVD	11,654	5.98%	3.18%	-9.75%	0.63%	-2.35%	-6.75%
Fubon FTSE VN	10,271	-0.36%	4.28%	-11.72%	11.84%	0.22%	3.71%
Xtrackers Vietnam ETF	10,089	-3.01%	4.60%	-12.26%	15.69%	-0.94%	0.57%
VFMVSF	9,024	-0.64%	2.92%	-10.09%	8.67%	-1.42%	-5.97%
K-VIETNAM	6,994	6.16%	2.49%	-9.12%	2.54%	-1.81%	-3.27%
E1VFN30	6,065	0.08%	3.09%	-11.09%	11.72%	-0.81%	-0.92%
DCDS	5,952	1.55%	4.18%	-9.98%	3.16%	-2.46%	-6.54%
VNEFUND	5,939	3.53%	2.44%	-11.80%	4.44%	-0.66%	-5.08%
PRINCIPAL VNEQ-A	5,549	1.50%	3.74%	-8.23%	-0.96%	-2.96%	-9.22%
KIMVGF	5,445	3.91%	3.78%	-15.77%	7.19%	-1.97%	-1.18%
VLGF	4,546	7.95%	3.39%	-8.01%	0.66%	-3.48%	-4.55%
FUEKIV30	2,588	-0.11%	3.14%	-11.32%	11.63%	-0.48%	-1.07%
VNH	2,587	3.86%	3.59%	-9.61%	0.77%	-1.84%	-5.36%
VINACAPITAL-VESAF	2,452	9.66%	5.49%	-5.92%	-2.99%	-1.68%	1.12%
VINACAPITAL-VMEEF	2,281	11.89%	4.58%	-6.54%	-0.77%	-2.61%	2.56%
VINACAPITAL-VVF	1,716	8.49%	7.59%	-7.80%	-0.65%	-2.87%	-0.91%
VINACAPITAL-VEOF	1,675	8.62%	4.43%	-6.89%	-0.30%	-3.46%	-2.01%
UVEF	1,664	3.74%	2.66%	-10.28%	2.87%	-0.77%	-5.72%
VCBF-BCF	1,589	7.26%	3.20%	-7.18%	1.54%	-1.79%	-0.56%
SSI-SCA	1,350	6.64%	3.60%	-7.15%	0.20%	-2.49%	-3.25%

Nguồn: NSI tổng hợp, Finpro

- Bức tranh hiệu quả đầu tư nhìn chung còn kém tích cực khi đa số các quỹ cổ phiếu lớn ghi nhận mức suy giảm từ 3% - 6% từ đầu năm. Nhóm quỹ có hiệu suất vượt trội chủ yếu được hỗ trợ bởi tỷ trọng cao tại hệ sinh thái Vingroup, đặc biệt là VIC và VHM.
- Sự phân hóa hiệu suất giữa các quỹ chủ yếu đến từ mức độ tập trung danh mục, khi số ít cổ phiếu vốn hóa lớn đóng góp phần lớn mức sinh lời vượt trội của thị trường.

KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2026

Đầu xuôi, đuôi lọt?

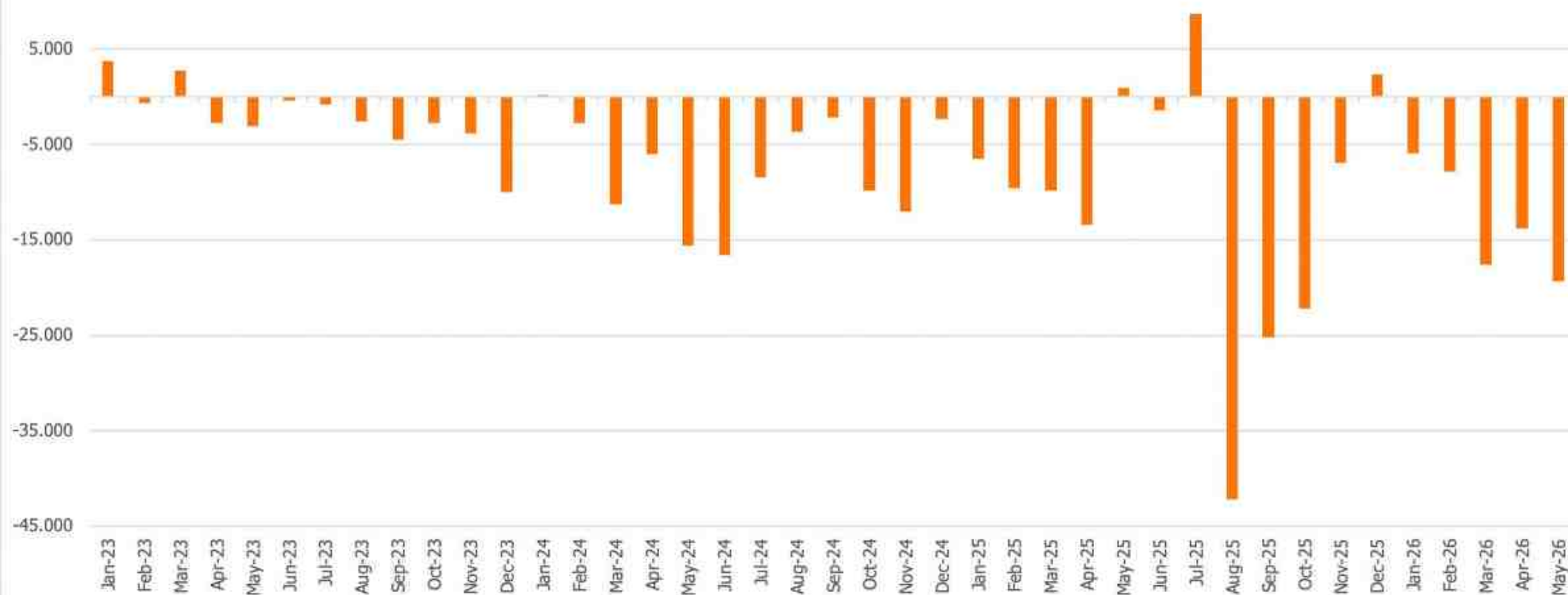
Tăng trưởng LNST toàn ngành thị trường

	Q1-25	Q2-25	Q3-25	Q4-25	Q1-26	Dự báo 2026
Toàn thị trường	9.9%	35.2%	41.5%	36.9%	38.2%	19%
Ngân hàng	15.3%	17.1%	24.9%	20.7%	13.7%	15%
Bảo hiểm	8.7%	26.7%	90.8%	-9.3%	20.1%	11%
Dịch vụ tài chính	5.6%	35.3%	181.1%	87.5%	25.1%	20%
Bất động sản	338.8%	53.5%	-24.2%	122.3%	43.6%	51%
Thực phẩm và đồ uống	5.3%	19.5%	13.0%	33.4%	60.9%	26%
Hàng & Dịch vụ công nghiệp	10.3%	-5.0%	46.1%	10.8%	24.0%	17%
Xây dựng và Vật liệu	1.9%	45.6%	126.7%	57.4%	13.6%	11%
Du lịch và Giải trí	-40.5%	111.4%	-36.1%	31.4%	64.0%	33%
Tài nguyên Cơ bản	17.7%	25.4%	87.1%	35.9%	167.2%	48%
Hóa chất	38.9%	38.6%	70.3%	-40.0%	52.3%	23%
Dầu khí	-56.4%	26.4%	598.2%	236.9%	594.1%	35%
Viễn thông	-48.4%	90.8%	276.0%	8.7%	173.0%	17%
Bán lẻ	74.0%	45.4%	82.3%	127.4%	79.8%	42%
Công nghệ Thông tin	37.9%	19.9%	18.7%	14.5%	-15.8%	14%
Y tế	1.1%	-12.7%	10.2%	35.4%	13.2%	12%

Nguồn: NSI tổng hợp, Fiiopro, Bloomberg

- Bức tranh tăng trưởng VNINDEX trong Q1/2026 khá tươi sáng do cùng kỳ nền thấp và chưa bị tác động bởi những biến cố vĩ mô thế giới như chiến tranh Trung Đông, lãi suất neo cao, thắt chặt tín dụng, ... Càng về cuối năm, các doanh nghiệp sẽ gặp khó khăn hơn về tăng trưởng.
- Mặc dù lợi nhuận toàn thị trường vẫn duy trì tăng trưởng tích cực, động lực tăng trưởng đang tập trung vào một số ngành và nhóm cổ phiếu vốn hóa lớn. Điển hình như VHM đặt mục tiêu LNST 60 nghìn tỷ đồng (+38% YoY) hay VIC với kế hoạch LNST 35 nghìn tỷ đồng, gấp 3 lần thực hiện năm trước.
- Ngành ngân hàng hiện vẫn chiếm tỷ trọng lợi nhuận lớn nhất thị trường và từng là động lực tăng trưởng chính trong nhiều năm. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng đang dần chậm lại do áp lực cạnh tranh khiến NIM thu hẹp, chi phí vốn gia tăng và dư địa mở rộng lợi nhuận không còn nhiều như giai đoạn trước. Động lực tăng trưởng có xu hướng dịch chuyển sang các nhóm ngành mang tính chu kỳ như bất động sản, dầu khí, hóa chất, tài nguyên cơ bản và tiêu dùng bán lẻ..

Khối ngoại bán ròng kỷ lục



Giá trị khối ngoại giao dịch ròng theo ngành



Nguồn: NSI

- Năm 2025, VNINDEX ghi nhận khối ngoại bán ròng kỷ lục khoảng 125 nghìn tỷ đồng. Riêng 5 tháng đầu năm 2026, giá trị bán ròng đã đạt gần 65 nghìn tỷ đồng và có khả năng thiết lập mức kỷ lục mới nếu dòng vốn không sớm đảo chiều.
- Áp lực bán tập trung chủ yếu tại các nhóm ngành Bất động sản (-28.900 tỷ đồng), Ngân hàng (-21.200 tỷ đồng) và Công nghệ thông tin (-15.200 tỷ đồng).
- Trong bối cảnh thanh khoản thị trường vẫn ở mức thấp, hoạt động bán ròng kéo dài của khối ngoại tiếp tục là một trong những lực cản chính đối với quá trình phục hồi và mở rộng đà tăng của thị trường

NHÌN LẠI DIỄN BIẾN NỬA ĐẦU NĂM

Gập ghềnh, đầu cơ theo sóng ngắn

Chỉ số VNINDEX - 1D ● O 1799.21 H 1800.80 L 1780.71 C 1789.96 -0.57 (-0.03%) Khối lượng 304.833M



Sự kiện chung:

- (1) Nghị quyết 79: Phát triển kinh tế Nhà nước.
- (2) Tổng thống Trump đề cử Kevin Warsh làm chủ tịch FED, giá vàng biến động giảm 9% kỷ lục mọi thời đại.
- (3) Mỹ - Israel thực hiện chiến dịch tấn công Iran.
- (4) Iran chính thức đóng cửa eo biển Hormuz.
- (5) Chiến tranh dừng leo thang, các cuộc tấn công giảm mạnh và chuyển sang quân bài kinh tế.
- (6) FTSE chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên mới nổi.
- (7) Mùa BCTC Q1/2026 và ĐHĐCĐ tích cực. Hoàn thiện bộ máy lãnh đạo cấp cao gồm Thủ tướng Lê Minh Hưng và Chủ tịch nước Tô Lâm.
- (8) Thiếu hụt thanh khoản, lãi suất huy động 12 tháng trong nước tăng mạnh vượt mốc 9%/năm.
- (9) Khối ngoại bán ròng Việt Nam kỷ lục, rút tiền để FOMO theo câu chuyện sản xuất chip bán dẫn, AI của Kospi (Hàn Quốc), Nasdaq (Mỹ), Nikkei 225 (Nhật Bản) và Taiex (Đài Loan).

Sự kiện doanh nghiệp:

- (a) Sai phạm nhiều gói thầu Sân bay Long Thành liên quan tới ACV, VCG.
- (b) Sai phạm về môi trường và khai thác quặng liên quan tới DGC.
- (c) Sai phạm về dự án thi công đường dây 500kw Bắc – Nam liên quan tới PC1, TV2, TV1.

THỰC SỰ VNINDEX ĐANG Ở ĐÂU ?



Nguồn: NSI tổng hợp

- Đà tăng của VNINDEX thời gian qua chủ yếu đến từ nhóm cổ phiếu thuộc hệ sinh thái Vingroup. Nếu loại bỏ nhóm này, phần còn lại của thị trường gần như đi ngang và vẫn dao động quanh vùng 1,250 điểm trong hơn 3 tháng gần đây.
- Mặc dù P/E trailing của VNINDEX đang ở mức 13.5 lần, nhưng nếu loại bỏ nhóm Vingroup thì thị trường chỉ giao dịch quanh 11.3 lần P/E – thấp hơn đáng kể so với mặt bằng lịch sử. Định giá hiện chỉ còn cách vùng đáy của các giai đoạn khủng hoảng khoảng 8–10%, phản ánh phần lớn cổ phiếu trên thị trường vẫn đang ở trạng thái tương đối hấp dẫn dành cho các nhà đầu tư giá trị.
- Sự phân hóa giữa VNINDEX và phần còn lại của thị trường đang ở mức cao nhất trong lịch sử. Trong bối cảnh đó, hiệu quả đầu tư sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng lựa chọn cổ phiếu thay vì kiếm lời từ xu hướng chung của chỉ số.

ÁP LỰC PHÁT HÀNH GIẢM BÓT

Các thương vụ tăng vốn/chuyển nhượng đáng chú ý nửa cuối năm 2026

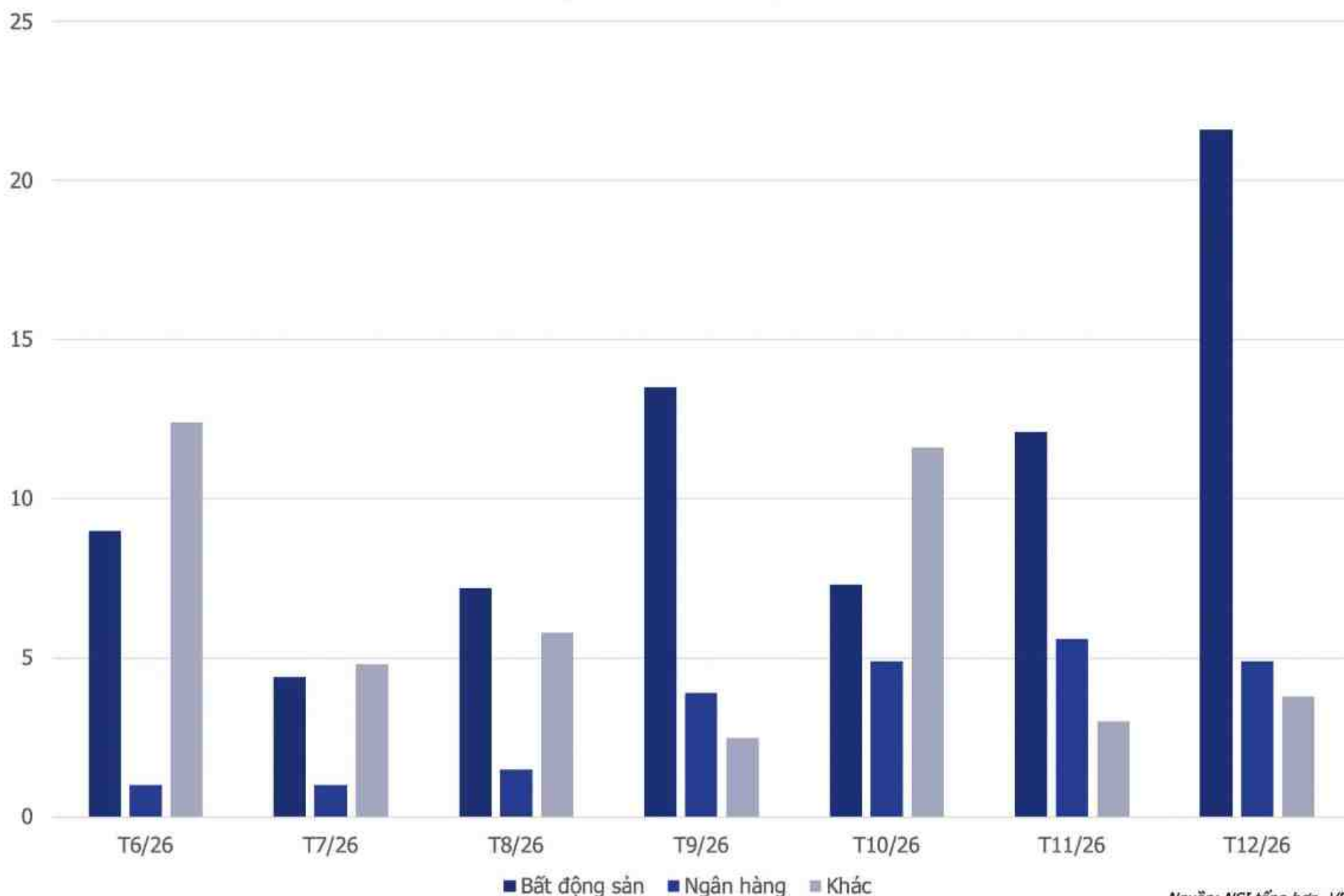
Doanh nghiệp	Hình thức tăng vốn	Quy mô	Thời gian dự kiến	Ghi chú
DMX	IPO	Chào bán 179,500,000 cổ phiếu với giá 80,000 đ/cp ~ 14.4 nghìn tỷ	T6 – 7/2026	Thương vụ IPO lớn nhất từ trước tới nay
HCM	Phát hành cho cổ đồng hiện hữu	Tỷ lệ 25% giá 10,000 đ/cp ~ 2.7 nghìn tỷ	Trong năm 2026	HCM đã chạm trần tỷ lệ dư nợ margin/ VCSH nên cần đẩy mạnh tăng vốn
HCM	Phát hành cho cổ đồng chiến lược	200 triệu cổ phiếu, chưa rõ giá bán	Trong năm 2026	
STB	Đấu giá VAMC 32.5%	Chưa rõ giá bán	Trong năm 2026, khi hoàn thành đề án tái cơ cấu	Thương vụ tối thiểu 20 nghìn tỷ do giá vốn cổ phiếu của khoản nợ làm TSĐB trên 30,000 đ/cp
VPB	Phát hành cho cổ đồng chiến lược	624 triệu cổ phiếu, chưa rõ giá bán	Cuối năm 2026	Khả năng cao đối tác mua vẫn là Sumitomo để tiếp tục củng cố nguồn vốn hoàn thiện hệ sinh thái tài chính theo chiều sâu
VCB	Phát hành cho cổ đồng chiến lược	Tỷ lệ 6.5%, chưa rõ giá bán	Cuối năm 2026	Chủ yếu vướng mắc ở mức giá đàm phán
VCK	Phát hành cho cổ đồng chiến lược	240 triệu cổ phiếu, chưa rõ giá bán	Cuối năm 2026	

Nguồn: NSI tổng hợp

- Hầu hết các định chế tài chính đã đẩy mạnh hoạt động tăng vốn trong năm 2025, giai đoạn thuận lợi của thị trường và tâm lý của nhà đầu tư. Trong năm 2026 áp lực này có xu hướng giảm bớt do bối cảnh vĩ mô không còn quá thuận lợi. Trong giai đoạn nửa đầu năm 2026 cũng xuất hiện một số đợt chào bán tăng vốn cho cả cổ đông hiện hữu và riêng lẻ của MBS, SHB, SSI hay IPO LPBS tuy nhiên quy mô không quá lớn và hầu hết đều đối tác chiến lược đăng ký mua từ trước.
- Dự kiến làn sóng tăng vốn tiếp theo sẽ sôi động hơn trong giai đoạn năm 2027 – 2028 và trùng hợp có nhiều câu chuyện để doanh nghiệp chuẩn bị như nâng hạng MSCI, cuối nhiệm kỳ Tổng thống Mỹ, giá dầu hay lãi suất hạ nhiệt.
- Các doanh nghiệp thực hiện tăng vốn trong giai đoạn hiện nay phần lớn đều có nhu cầu vốn thực sự cho hoạt động kinh doanh hoặc các kế hoạch mở rộng trong tương lai. Đa số các thương vụ đã được chuẩn bị trước với sự tham gia của cổ đông hiện hữu, cổ đông nội bộ hoặc đối tác chiến lược, do đó yếu tố thời điểm thị trường không phải ưu tiên hàng đầu.

RỦI RO GIÁN TIẾP TỪ KÊNH TRÁI PHIẾU

Giá trị TPDN đáo hạn 2026



Nguồn: NSI tổng hợp, VBMA

- Áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp trong năm 2026 tiếp tục tập trung chủ yếu ở nhóm bất động sản, đặc biệt giai đoạn từ tháng 9 đến tháng 12/2026. Trong đó, riêng tháng 12/2026 ghi nhận giá trị đáo hạn ở mức cao nhất năm gần 22 nghìn tỷ đồng, phản ánh nhu cầu huy động vốn lớn của các doanh nghiệp trong giai đoạn trước. Mặc dù phần lớn doanh nghiệp đã chủ động tái cơ cấu nguồn vốn và kéo dài kỳ hạn nợ trong những năm gần đây, áp lực thanh toán vẫn là yếu tố cần được theo dõi chặt chẽ trong bối cảnh thị trường tín dụng bị kiểm soát.
- Mối quan hệ giữa thị trường trái phiếu doanh nghiệp và thị trường chứng khoán hiện có xu hướng ngày càng chặt chẽ hơn so với giai đoạn trước. Khi áp lực đáo hạn gia tăng, doanh nghiệp có thể phải ưu tiên dòng tiền cho nghĩa vụ nợ thay vì tập trung kênh cổ phiếu, cổ tức hay mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng rủi ro từ kênh trái phiếu trong ngắn hạn vẫn đang ở mức có thể kiểm soát. Giá trị đáo hạn trong 3–5 tháng tới chưa ở mức đủ lớn để tạo ra áp lực hệ thống đối với thị trường tài chính.

KỊCH BẢN THỊ TRƯỜNG

Khả quan nửa cuối năm



- Sau giai đoạn chịu áp lực từ bán ròng khối ngoại, áp lực lãi suất và tâm lý thận trọng giữa biến động khu vực Trung Đông của nhà đầu tư, VNINDEX có thể bước vào chu kỳ tích cực hơn trong nửa cuối năm nhờ nhiều động lực hỗ trợ như khả năng nâng hạng FTSE, thậm chí lộ trình nâng hạng MSCI giai đoạn 2026 – 2028 hay đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, tăng trưởng lợi nhuận doanh nghiệp cải thiện và mặt bằng lãi suất duy trì ở mức ổn định hơn. Nhóm cổ phiếu Midcap có thể tiếp tục vượt trội so với Large Cap khi mức điều chỉnh trước đó sâu hơn và định giá vẫn còn hấp dẫn.
- Trong kịch bản cơ sở, VNINDEX hoàn toàn có thể hướng tới vùng 1,950 – 1,980 điểm tương đương P/E ~ 14.5 – 14.8 lần mà định giá thị trường vẫn chưa rơi vào trạng thái quá nóng. Điều kiện quan trọng là thanh khoản cần cải thiện rõ rệt và dòng tiền trong nước quay trở lại đóng vai trò dẫn dắt thị trường.



PHẦN II

**CÁC NHÓM NGÀNH
CHIẾN LƯỢC & CƠ HỘI
ĐẦU TƯ**

TỔNG HỢP DANH MỤC CƠ HỘI ĐẦU TƯ 2H2026

STT	CỔ PHIẾU	NGÀNH	GIÁ MỤC TIÊU (ĐỒNG/CP)
1	MBB	Ngân hàng	29,500
2	HDB	Ngân hàng	30,000
3	VPB	Ngân hàng	33,000
4	TCH	Bất động sản	21,600
5	KDH	Bất động sản	37,600
6	KBC	BDS khu công nghiệp	39,000
7	VGC	BDS khu công nghiệp	40,000
8	VPX	Chứng khoán	40,300
9	MBS	Chứng khoán	23,600
10	SHS	Chứng khoán	23,100
11	REE	Điện	59,000
12	POW	Điện	16,000
13	PVS	Dầu khí	48,400



Ngành ngân hàng

Tổng quan ngành ngân hàng: Tăng trưởng tín dụng có điều kiện, mức độ cải thiện tập trung vào nửa cuối năm

- ❖ Trong nửa đầu năm 2026, thị trường tài chính – ngân hàng vận động trong trạng thái tích cực nhưng có sự phân hóa rõ nét. Tính đến giữa tháng 5, tổng tiền gửi toàn hệ thống đạt trên 17 triệu tỷ đồng, tăng 2.98% so với đầu năm, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng tín dụng 5.71%. Chênh lệch này khiến tỷ lệ LDR toàn ngành tiếp tục duy trì trên 100%, phản ánh trạng thái thanh khoản vẫn tương đối căng thẳng.
- ❖ Kết quả kinh doanh của 27 ngân hàng niêm yết trong quý 1/2026 vẫn ghi nhận tăng trưởng tích cực, với lợi nhuận sau thuế đạt 75,388 tỷ đồng, tăng 13.6% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, sự phân hóa lợi nhuận ngày càng rõ rệt khi nhóm ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng tư nhân quy mô lớn, có chi phí vốn thấp và chất lượng tài sản tốt, tiếp tục duy trì lợi thế so với phần còn lại của ngành.
- ❖ Dù vậy, chất lượng tài sản vẫn là rủi ro cần theo dõi trong nửa cuối năm. Tổng nợ xấu của 27 ngân hàng niêm yết đến cuối quý 1/2026 đạt 291,596 tỷ đồng, tăng 11.67% so với cuối năm 2025. Do đó, triển vọng ngành ngân hàng trong nửa cuối năm 2026 sẽ mang tính chọn lọc cao hơn, trong đó lợi thế thuộc về các ngân hàng có thanh khoản tốt, bộ đệm dự phòng vững và khả năng kiểm soát nợ xấu hiệu quả

Huy động và cho vay nửa đầu 2026: Sự phân hóa rõ rệt

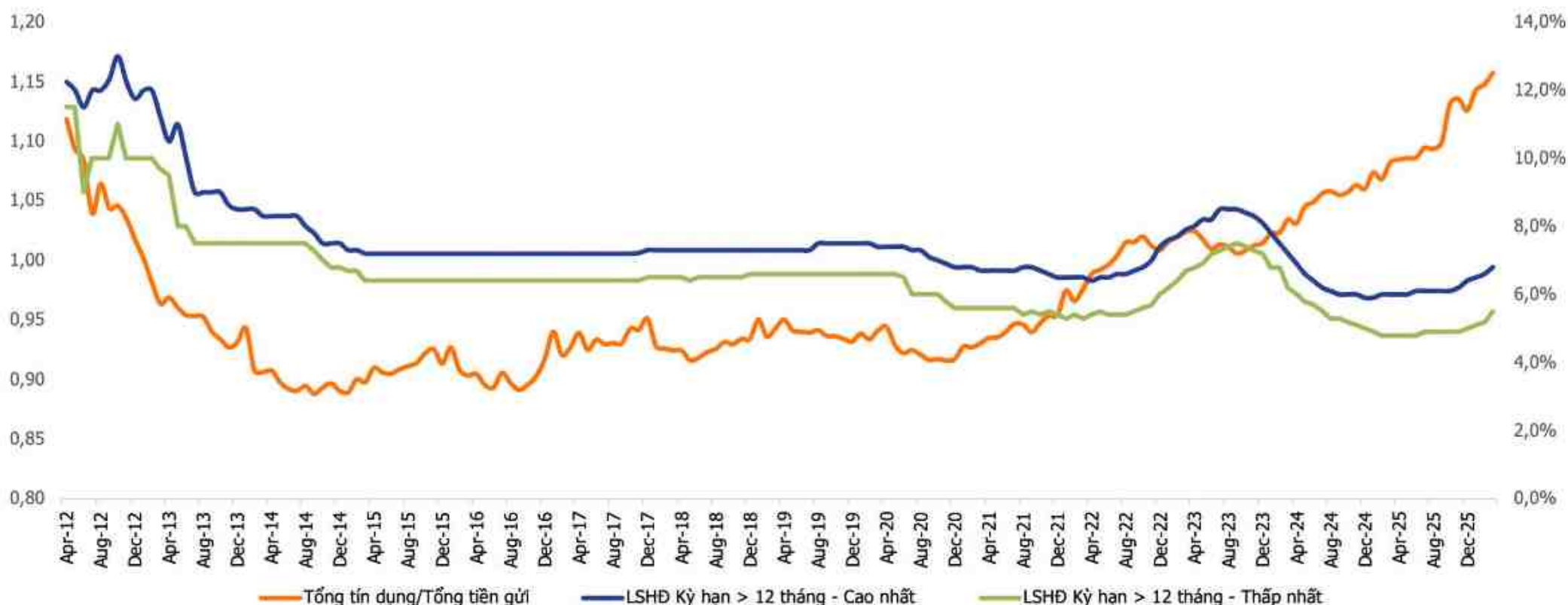
Huy động và cho vay



- ❖ Trong nửa đầu năm 2026, áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng vẫn ở mức tương đối cao khi tăng trưởng tín dụng vượt tốc độ tăng huy động. Tính đến giữa tháng 5, tổng tiền gửi toàn hệ thống đạt trên 17 triệu tỷ đồng, tăng 2.98% so với đầu năm, thấp hơn đáng kể so với mức tăng trưởng tín dụng 5.71%. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn của hệ thống có thể cải thiện dần về cuối năm 2026 nhờ một số động lực hỗ trợ. Thứ nhất, dòng tiền mặt ngoài hệ thống có thể quay trở lại ngân hàng khi các chính sách thuế đối với hộ kinh doanh được điều chỉnh, góp phần thúc đẩy tiền gửi dân cư. Thứ hai, nguồn thu từ xuất khẩu có thể cải thiện từ cuối quý III/2026 khi hoạt động xuất khẩu phục hồi theo yếu tố mùa vụ, qua đó hỗ trợ tích lũy tiền gửi bằng VND. Thứ ba, dòng vốn FDI tiếp tục là yếu tố bổ sung thanh khoản quan trọng trong bối cảnh chênh lệch lãi suất VND – USD vẫn ở mức thuận lợi. Bên cạnh đó, giải ngân đầu tư công nếu cải thiện về tiến độ cũng sẽ giúp dòng tiền quay trở lại hệ thống ngân hàng thông qua các nhà thầu và doanh nghiệp
- ❖ Sự phân hóa về quy mô khách hàng cũng được phản ánh rõ qua tỷ lệ giữ huy động và cho vay. Các ngân hàng tư nhân top đầu như VPB, TCB, ACB và MBB đều ghi nhận Huy động/cho vay cao hơn mức trung bình ngành, lần lượt đạt 125.1%, 116.1%, 103.1% và 102.8%. Điều này cho thấy nhóm ngân hàng này có tệp khách hàng vay vốn lớn, nhu cầu tín dụng cao và khả năng giải ngân tốt hơn so với phần còn lại của hệ thống. Nhờ đó, quy mô dư nợ cho vay tăng mạnh, nhưng đồng thời cũng khiến tỷ lệ cho vay trên huy động duy trì ở mức cao. Ở chiều ngược lại, một số ngân hàng có LDR thấp như PGB 59.2%, NAB 64.1%, ABB 62.3% và VAB 76.4% cho thấy áp lực thanh khoản thấp hơn, nhưng cũng phản ánh khả năng mở rộng cho vay còn hạn chế. Nguyên nhân có thể đến từ quy mô khách hàng vay nhỏ hơn, năng lực cạnh tranh tín dụng yếu hơn hoặc chiến lược tăng trưởng thận trọng hơn. Do đó, LDR thấp không chỉ thể hiện trạng thái thanh khoản an toàn, mà còn cho thấy dư địa cải thiện hiệu quả sử dụng vốn trong các quý tới.
- ❖ Thị trường huy động và cho vay trong nửa cuối năm 2026 không còn là cuộc đua room tín dụng đơn thuần mà là cuộc đua năng lực và hấp thụ rủi ro. Nhóm ngân hàng quy mô lớn như BID, CTG, VCB, MBB và VPB nhiều khả năng vẫn giữ lợi thế tăng trưởng tín dụng nhờ tệp khách hàng lớn, thương hiệu mạnh và năng lực huy động vốn tốt hơn so với phần còn lại của hệ thống. Tuy nhiên, việc dư nợ cho vay tăng nhanh cũng khiến tỷ lệ huy động/cho vay của một số ngân hàng top đầu như VPB, TCB, ACB và MBB duy trì ở mức cao, làm gia tăng áp lực thanh khoản và chi phí vốn. Ở chiều ngược lại, các ngân hàng có Huy động/cho vay thấp như PGB, NAB, ABB và VAB có trạng thái thanh khoản an toàn hơn, nhưng cũng cho thấy khả năng mở rộng cho vay còn hạn chế. Do đó, trong nửa cuối năm 2026, lợi thế sẽ thuộc về các ngân hàng cân bằng tốt giữa khả năng huy động vốn, mở rộng tín dụng và kiểm soát LDR, thay vì chỉ tăng trưởng dư nợ bằng mọi giá.

Ngành ngân hàng

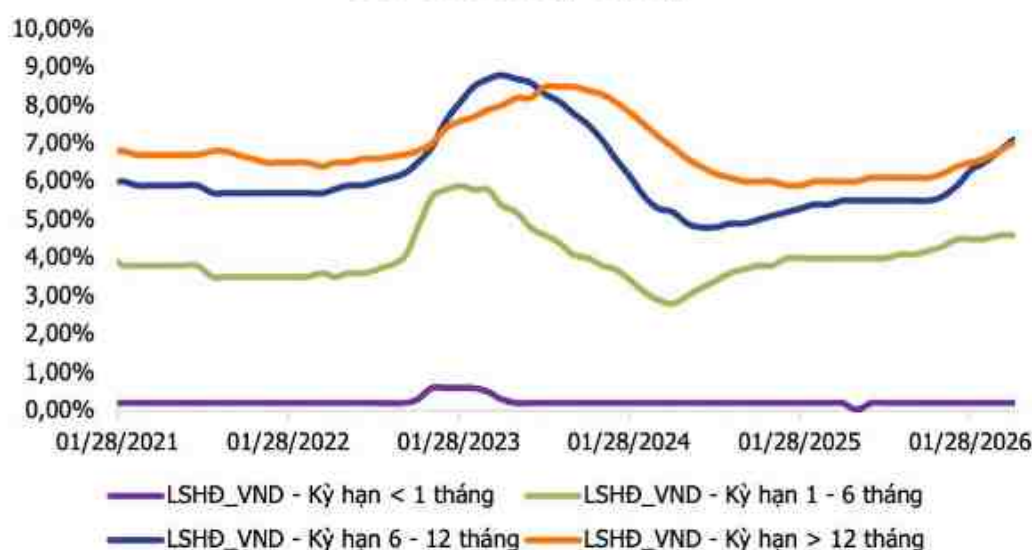
Lãi suất cao trong bối cảnh thanh khoản hệ thống căng thẳng



Lãi suất cho vay



Lãi suất huy động



Nguồn: Ngân hàng nhà nước/NSI tổng hợp

- ❖ Áp lực lãi suất sẽ còn duy trì đến gần cuối năm: Lãi suất huy động duy trì ở vùng thấp trong giai đoạn từ giữa năm 2024 đến tháng 9/2025, với mức lãi suất bình quân kỳ hạn 12 tháng khoảng 4.8%. Tuy nhiên, từ tháng 10/2025, mặt bằng lãi suất bắt đầu tăng rõ nét và xu hướng này tiếp tục kéo dài sang năm 2026. Điều này cho thấy áp lực tăng lãi suất không chỉ mang tính thời điểm vào cuối năm, mà phản ánh nhu cầu vốn gia tăng trong toàn hệ thống ngân hàng. Xu hướng lãi suất huy động tăng đến từ một số nguyên nhân chính. Thứ nhất, tỷ lệ cho vay/huy động, hay LDR thuần, của 27 ngân hàng niêm yết cuối quý 1/2026 ở mức 113.9%, trong đó nhiều ngân hàng quy mô lớn như VPB, VIB, SSB, CTG, VCB và MBB đều ghi nhận LDR vượt 100%. Điều này cho thấy tín dụng đang tăng nhanh hơn nguồn vốn huy động, buộc các ngân hàng phải cạnh tranh mạnh hơn để thu hút tiền gửi. Thứ hai, nhu cầu tín dụng duy trì ở mức cao nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, khiến các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh hoạt động cho vay khách hàng. Thứ ba, thanh khoản thị trường 2 có thời điểm tương đối căng thẳng, thể hiện qua việc lãi suất liên ngân hàng qua đêm từng tăng lên mức cao so với nhiều năm, có thời điểm tăng lên mốc 21% vào ngày 3/2/2026. Trong bối cảnh tín dụng tiếp tục tăng, chúng tôi cho rằng lãi suất huy động nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở vùng cao trong nửa cuối năm 2026 nhằm đảm bảo nguồn vốn cho hoạt động cho vay. Khi chi phí huy động tăng và nhu cầu vốn của nền kinh tế cải thiện, mặt bằng lãi suất cho vay cũng có thể được điều chỉnh tăng dần, qua đó tạo tiền đề hỗ trợ NIM phục hồi trong các quý tới.
- ❖ Chúng tôi cho rằng trong nửa cuối năm 2026 lãi suất huy động sẽ duy trì ở mặt bằng cao (tối thiểu hết quý 3/2026). Trong đó nhóm ngân hàng thương mại tư nhân có thể tăng thêm 50-75 điểm cơ bản so với cuối năm 2025, trong khi đó nhóm ngân hàng quốc doanh tăng nhẹ hơn khoảng 30-50 điểm cơ bản.

Ngành ngân hàng

NIM tạo đáy và nhích dần lên về nửa cuối năm khi lãi suất cho vay thả nổi tăng theo lãi suất huy động cũng như các khoản vay cho KHDN SME và cá nhân đóng góp lớn hơn vào tăng trưởng tín dụng.

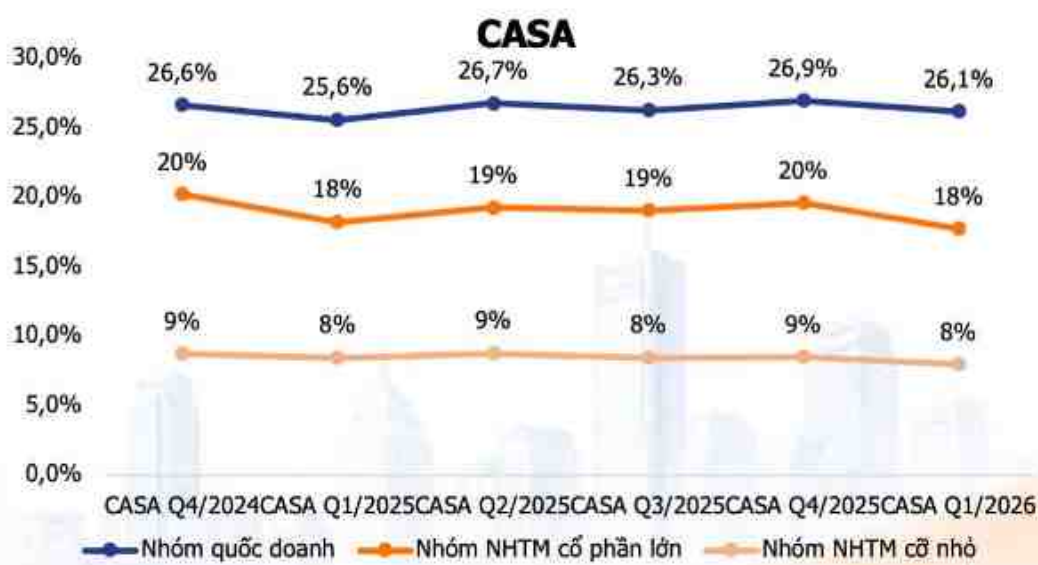
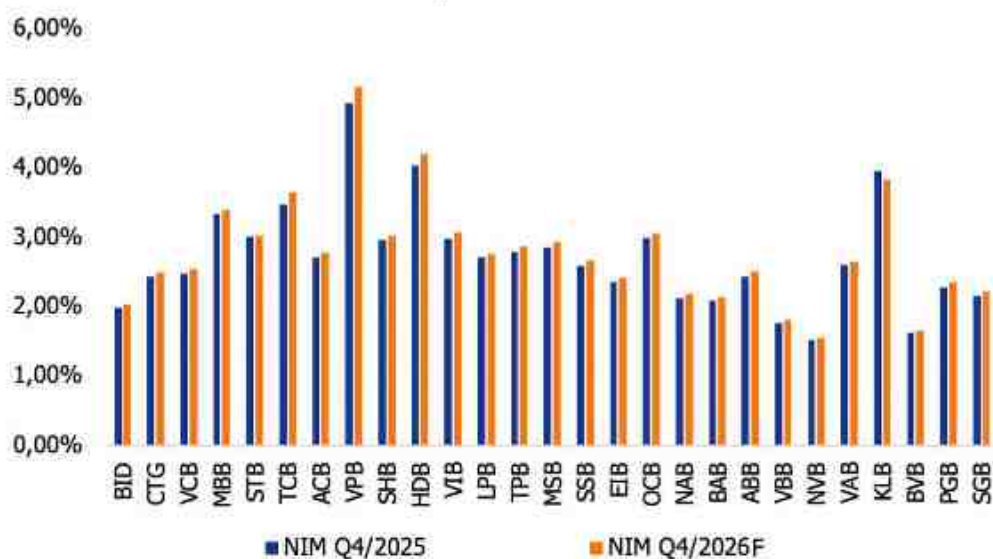
- ❖ Trong nửa đầu năm 2026, mặt bằng lãi suất huy động có xu hướng nhích tăng tại nhiều ngân hàng nhằm thu hút thêm nguồn tiền gửi, trong bối cảnh nhu cầu tín dụng duy trì ở mức cao để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Việc các ngân hàng đẩy mạnh cho vay khách hàng, đặc biệt ở nhóm khách hàng doanh nghiệp, đã giúp thu nhập lãi có dấu hiệu cải thiện trở lại.
- ❖ Tính riêng Q1/2026, NIM bình quân của 27 ngân hàng niêm yết đạt 2.75%, tăng 4 điểm cơ bản so với quý trước. Sự cải thiện này đến từ việc tín dụng được thúc đẩy mạnh hơn, trong khi lãi suất cho vay bắt đầu có xu hướng nhích lên theo nhu cầu vốn của nền kinh tế. Tuy nhiên, áp lực chi phí vốn vẫn hiện hữu do lãi suất huy động tăng, khiến mức độ phục hồi NIM giữa các ngân hàng có sự phân hóa rõ rệt.
- ❖ Trong nửa cuối năm 2026, NIM toàn ngành được kỳ vọng tiếp tục cải thiện nhẹ nếu tăng trưởng tín dụng duy trì tích cực và lãi suất cho vay phục hồi. Mức độ cải thiện nhiều khả năng sẽ phân hóa giữa các ngân hàng, trong đó nhóm có chi phí vốn thấp, CASA cao, tăng trưởng tín dụng tích cực và khả năng cân đối thanh khoản tốt được kỳ vọng sẽ có lợi thế hơn. Trong khi đó, nhóm phụ thuộc nhiều vào huy động với chi phí vốn cao có thể tiếp tục chịu áp lực lên biên lợi nhuận.

❖ **NSI kỳ vọng NIM toàn ngành sẽ phục hồi nhẹ trong năm 2026, đặc biệt tại các ngân hàng như ACB, VIB, TCB, VPB và HDB.** Đây là nhóm ngân hàng có danh mục cho vay tập trung vào các phân khúc có khả năng cải thiện lợi suất tốt hơn khi nhu cầu tín dụng phục hồi, bao gồm cho vay doanh nghiệp trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, khu công nghiệp như ACB và HDB; cho vay bán lẻ như VIB và VPB; cũng như cho vay mua nhà tại TCB và VPB. Động lực cải thiện NIM đến từ việc lãi suất cho vay có xu hướng nhích dần lên khi nhu cầu vốn quay trở lại, trong khi nhiều khoản vay trung hạn hết thời gian ưu đãi lãi suất sẽ được tái định giá ở mức cao hơn. Điều này giúp cải thiện lợi suất tài sản sinh lãi, qua đó tạo nền tảng cho NIM phục hồi trong các quý cuối năm 2026. Tuy nhiên, mức độ cải thiện sẽ không đồng đều và phụ thuộc vào khả năng kiểm soát chi phí vốn của từng ngân hàng.

❖ CASA của các nhóm ngân hàng trong Q1/2026 tiếp tục phân hóa rõ rệt. Nhóm quốc doanh duy trì mức cao nhất khoảng 26%, vượt xa nhóm NHTM cổ phần lớn khoảng 18% và nhóm NHTM cổ nhỏ khoảng 8%. CASA giảm nhẹ so với Q4/2025 cho thấy dòng tiền không kỳ hạn chưa phục hồi rõ rệt khi lãi suất huy động tăng. **Trong nửa cuối năm 2026, ngân hàng có CASA cao sẽ có lợi thế kiểm soát chi phí vốn và bảo vệ NIM tốt hơn.**

Ngân hàng	COF	GTCG	COF Vay	COF tiền gửi	NIM Q1/2025	+/- svck
BID		1.3%	4.6%	1.0%	2.0%	0.02%
CTG		1.5%	3.4%	1.1%	2.4%	0.01%
VCB		1.1%	2.6%	0.8%	2.5%	0.05%
MBB		1.3%	1.7%	1.3%	3.5%	0.21%
STB		1.4%	2.1%	1.3%	3.1%	0.11%
TCB		1.4%	1.4%	1.3%	3.6%	0.09%
ACB		2.5%	1.6%	1.1%	2.8%	0.04%
VPB		1.4%	1.4%	1.1%	4.8%	-0.13%
SHB		1.6%	2.8%	1.5%	2.8%	-0.11%
HDB		1.5%	1.5%	1.4%	3.9%	-0.12%
VIB		1.6%	1.7%	1.4%	3.0%	0.02%
LPB		1.6%	6.4%	1.3%	3.0%	0.26%
TPB		1.6%	1.8%	1.2%	2.7%	-0.05%
MSB		1.2%	1.8%	1.1%	3.0%	0.18%
SSB		1.4%	2.3%	1.3%	2.5%	-0.07%
EIB		1.4%	1.7%	1.3%	2.4%	0.05%
OCB		1.4%	6.3%	1.3%	2.9%	-0.11%
NAB		1.6%	8.6%	1.3%	2.2%	0.09%
BAB		1.5%	2.0%	1.7%	2.2%	0.10%
ABB		1.6%	5.8%	1.4%	2.2%	-0.26%
VBB		1.5%	3.2%	1.5%	1.9%	0.10%
NVB		2.1%	8.1%	1.4%	1.6%	0.09%
VAB		0.5%	7.7%	1.5%	2.6%	0.02%
KLB		1.8%	14.9%	1.4%	3.8%	-0.11%
BVB		1.5%	348.4%	1.5%	2.3%	0.66%
PGB		2.0%	0.0%	1.2%	2.4%	0.08%
SGB		0.0%	0.0%	1.2%	2.1%	-0.03%

Dự báo NIM

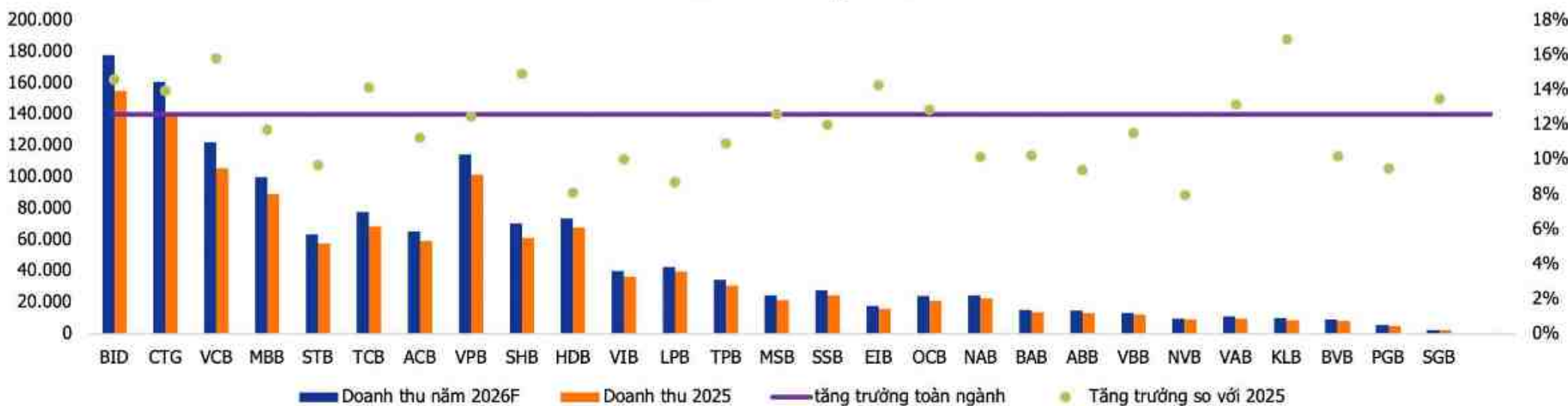


Nguồn: Báo cáo tài chính/NSI tổng hợp

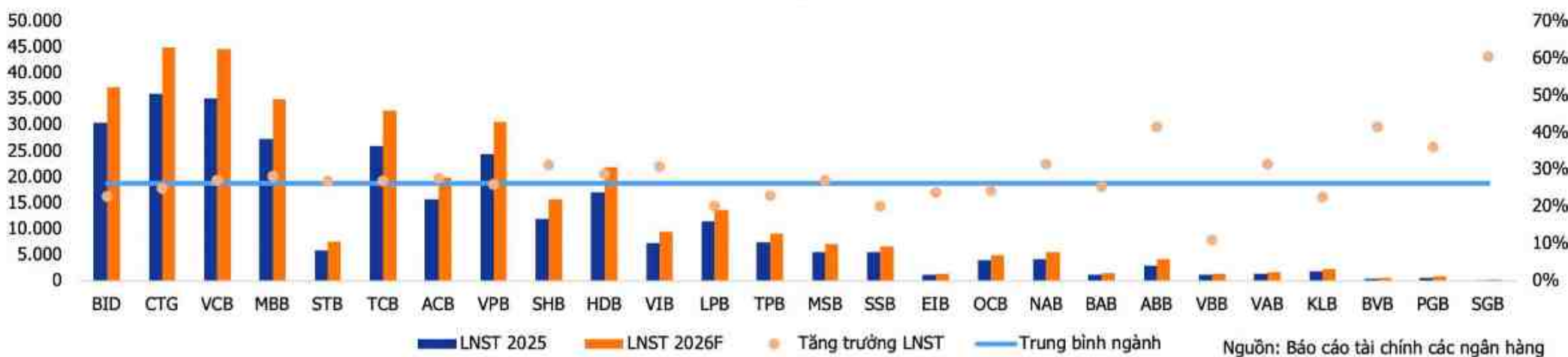
Ngành ngân hàng

Bức tranh thu nhập tiếp tục phân hóa, nhóm hạn mức tăng trưởng tín dụng cao vẫn được hưởng lợi

Doanh thu dự kiến



LNST dự kiến



Nguồn: Báo cáo tài chính các ngân hàng

❖ Trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng tín dụng toàn ngành ngân hàng sẽ đạt mức 18% nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP 10%. Bên cạnh việc tích cực giải ngân cho nhóm đầu tư công, chúng tôi kỳ vọng nhóm khách hàng doanh nghiệp vừa và nhỏ sẽ ghi nhận mức tăng trưởng khả quan trong năm tới. Chỉ số PMI đạt 52.8 trong tháng 5 vừa qua và luôn duy trì trên mức 50 kể từ đầu năm. Sự cải thiện của PMI trong tháng 5 phản ánh đơn hàng mới phục hồi, qua đó hỗ trợ nhu cầu vốn lưu động của doanh nghiệp sản xuất, xuất nhập khẩu và chuỗi cung ứng. Đây là yếu tố tích cực đối với tăng trưởng tín dụng doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2026, đặc biệt tại các ngân hàng có thế mạnh cho vay khách hàng doanh nghiệp, FDI và khu công nghiệp.

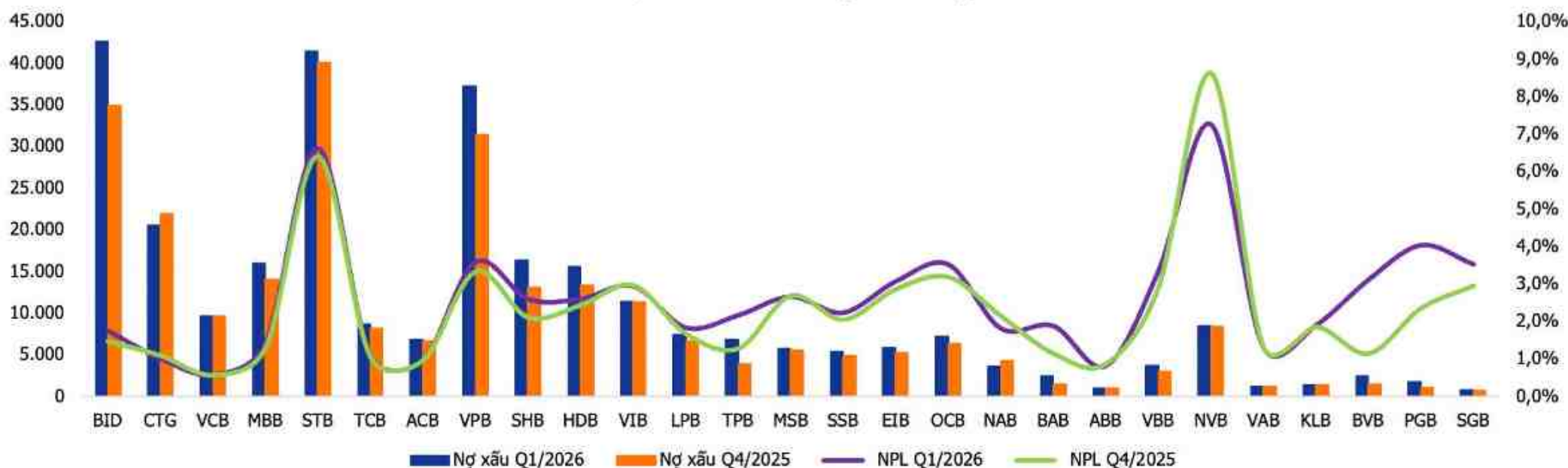
❖ **Cho vay mua nhà dự kiến sẽ chậm lại do lãi suất cho vay mảng này có thể tăng theo lãi suất huy động.** Dòng tín dụng nhiều khả năng sẽ tập trung nhiều hơn vào hoạt động sản xuất kinh doanh, trong khi cho vay tiêu dùng cũng được thúc đẩy nhờ nhu cầu vay của khách hàng cá nhân. Bên cạnh các ngân hàng nhận chuyển giao bắt buộc ngân hàng 0 đồng, vốn được cấp room tín dụng cao hơn mặt bằng chung toàn ngành, chúng tôi cho rằng các ngân hàng có những yếu tố sau sẽ có mức TTĐD tốt hơn so với toàn ngành trong năm 2026.

❖ **Trong năm 2026, chúng tôi dự báo tổng thu nhập hoạt động của ngành ngân hàng có thể tăng khoảng 13% so với cùng kỳ, trong đó động lực chính đến từ thu nhập từ phí và sự phục hồi dần của hoạt động tín dụng.** Tuy nhiên, mức tăng trưởng sẽ có sự phân hóa rõ rệt giữa các cấu phần thu nhập. Đối với thu nhập từ đầu tư chứng khoán, chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng tích cực trong năm 2025 khó có thể lặp lại trong năm 2026. Nguyên nhân đến từ việc diễn biến khả quan của thị trường chứng khoán trong năm 2025 đang có xu hướng hạ nhiệt, trong khi hoạt động tăng vốn và phát hành trái phiếu doanh nghiệp cũng trầm lắng hơn do thị trường bất động sản và chứng khoán giảm tốc. Đối với thu nhập từ xử lý nợ, chúng tôi kỳ vọng đóng góp của khoản mục thu nhập này sẽ giảm dần trong năm 2026. Sau giai đoạn các ngân hàng đẩy mạnh xử lý nợ xấu trong hai năm gần đây, dư địa ghi nhận thu nhập đột biến từ thu hồi và xử lý nợ không còn nhiều. Do đó, tăng trưởng thu nhập ngoài lãi trong năm 2026 sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào các nguồn thu mang tính bền vững như, bancassurance, thanh toán và hoạt động ngân hàng số.

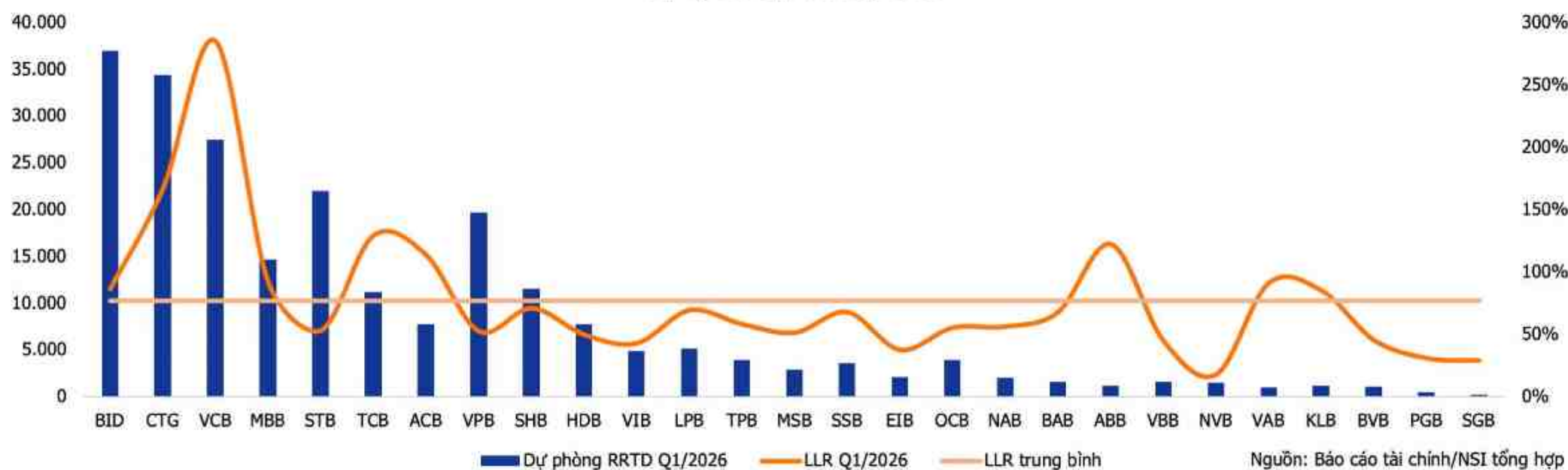
Ngành ngân hàng

Chất lượng tài sản toàn ngành suy giảm dù tăng trưởng tín dụng khả quan khiến áp lực trích lập và xử lý nợ xấu tăng đáng kể

Nợ xấu của các ngân hàng



Tỷ lệ bao phủ nợ xấu



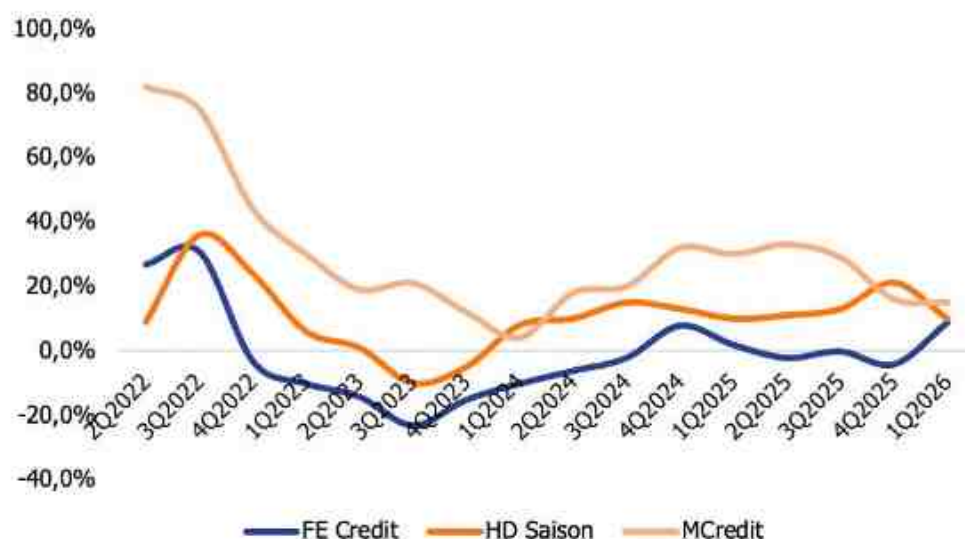
Nguồn: Báo cáo tài chính/NSI tổng hợp

- ❖ Tính đến Q1/2026, tổng nợ xấu của 27 ngân hàng niêm yết đạt 291,596 tỷ đồng, tăng 11.67% so với đầu năm. Tỷ lệ nợ xấu toàn ngành đạt 2.58%, tăng 25 điểm cơ bản so với cuối năm 2025, cho thấy chất lượng tài sản đang có dấu hiệu suy giảm trong giai đoạn đầu năm. Theo quan sát của chúng tôi, tỷ lệ nợ xấu có dấu hiệu tạo đáy và bắt đầu tăng trở lại. Tốc độ tăng nợ xấu từng có xu hướng chậm lại từ quý 3/2025, tuy nhiên đã tăng trở lại trong hai quý gần đây. Diễn biến này phản ánh áp lực rủi ro tín dụng vẫn còn hiện hữu, đặc biệt trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng đầu năm chưa đủ mạnh để làm giảm tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ. Bên cạnh đó, tỷ lệ bao phủ nợ xấu của 27 ngân hàng niêm yết cũng có xu hướng suy giảm khi nợ xấu tăng nhanh hơn tốc độ trích lập dự phòng. Một phần nguyên nhân đến từ việc các ngân hàng thương mại cổ phần có xu hướng kiểm soát chi phí dự phòng nhằm giảm áp lực lên lợi nhuận. Do đó, trong nửa cuối năm 2026, chất lượng tài sản và mức độ trích lập dự phòng sẽ tiếp tục là yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của ngành ngân hàng.
- ❖ Tăng trưởng tín dụng trong quý 1/2026 vẫn ở mức thấp do yếu tố mùa vụ đầu năm, trong khi tốc độ trích lập và xử lý nợ xấu chưa theo kịp mức tăng của nợ quá hạn. Điều này khiến chất lượng tài sản của 27 ngân hàng niêm yết có dấu hiệu suy giảm nhẹ so với cuối năm 2025. Tuy nhiên, mức độ suy giảm không đồng đều giữa các ngân hàng. Nhóm có hạn mức và tốc độ tăng trưởng tín dụng cao như VPB, TCB, MBB và HDB ghi nhận khả năng cải thiện chất lượng tài sản tốt hơn so với mặt bằng chung. Nguyên nhân đến từ việc dư nợ cho vay tăng nhanh hơn, giúp làm giảm áp lực tỷ lệ nợ xấu trên tổng dư nợ, đồng thời các ngân hàng này vẫn duy trì năng lực xử lý nợ và mở rộng tín dụng tốt hơn phần còn lại của ngành. Do đó, trong nửa cuối năm 2026, chất lượng tài sản toàn ngành nhiều khả năng tiếp tục phân hóa. Nhóm ngân hàng có tăng trưởng tín dụng cao, khả năng xử lý nợ tốt và bộ đệm dự phòng đủ lớn sẽ có lợi thế hơn trong việc kiểm soát tỷ lệ nợ xấu.
- ❖ **Trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng chất lượng tài sản toàn ngành có thể cải thiện, áp lực nợ xấu có thể giảm đi khi tăng trưởng tín dụng khả quan.** Đồng thời, bộ đệm trích lập của các ngân hàng cũng giảm đi khá nhiều do tích cực xử lý nợ tồn đọng trong 2 năm gần nhất. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu dự kiến vẫn sẽ duy trì trên mức 80% trong năm 2026, nhưng khả năng vượt 100% sẽ không quá cao.

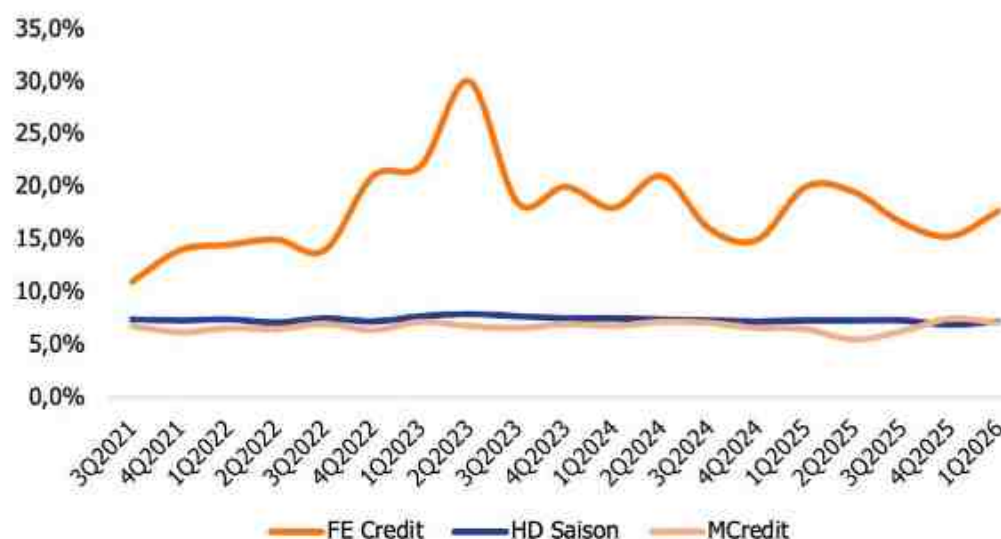
Ngành ngân hàng

Tài chính tiêu dùng tăng trưởng bền vững đã qua giai đoạn tái cấu trúc

Tăng trưởng dư nợ cho vay



Nợ xấu



Nguồn: NSI tổng hợp

- ❖ Trong Q1/2026, chất lượng tài sản của các công ty tài chính tiếp tục có tín hiệu cải thiện và được kỳ vọng duy trì xu hướng hồi phục trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, sự phân hóa giữa các công ty vẫn khá rõ nét, đặc biệt giữa nhóm công ty tài chính được hậu thuẫn bởi các ngân hàng lớn và phần còn lại của thị trường. Tỷ lệ nợ xấu của các công ty tài chính có liên kết ngân hàng đã cải thiện đáng kể so với giai đoạn trước và có xu hướng đi ngang trong các quý gần đây. Diễn biến này đến từ việc các công ty chủ động tái cơ cấu danh mục cho vay, chuyển dịch dần từ nhóm khách hàng phổ thông sang nhóm khách hàng có dòng tiền trả nợ ổn định và khả năng chi tiêu cao hơn. Điều này giúp giảm áp lực hình thành nợ xấu mới và cải thiện chất lượng danh mục tín dụng. Bên cạnh đó, tăng trưởng tín dụng của các công ty tài chính cũng ghi nhận sự phục hồi tích cực trong quý 1/2026. Trong đó, MCredit tăng trưởng khoảng 15%, HD Saison tăng 9.9% và FE Credit tăng khoảng 9%. Chúng tôi cho rằng đà phục hồi tín dụng cùng với việc cải thiện chất lượng khách hàng sẽ là yếu tố hỗ trợ lợi nhuận của nhóm công ty tài chính trong các quý cuối năm 2026.
- ❖ Chúng tôi kỳ vọng tín dụng tiêu dùng sẽ phục hồi theo hướng bền vững hơn trong năm 2026 nhờ ba động lực chính. Thứ nhất, tăng trưởng GDP duy trì ở mức cao sẽ hỗ trợ cải thiện thu nhập hộ gia đình, qua đó thúc đẩy nhu cầu vay tiêu dùng. Thứ hai, khung pháp lý đối với hoạt động tài chính tiêu dùng dần được hoàn thiện, góp phần nâng cao khả năng tiếp cận tín dụng phi ngân hàng của người dân. Thứ ba, năng lực hoạt động của các công ty tài chính đang cải thiện sau giai đoạn tái cơ cấu danh mục cho vay, kiểm soát rủi ro và tối ưu chi phí. Trong bối cảnh đó, các công ty tài chính có ngân hàng mẹ hậu thuẫn được kỳ vọng tiếp tục chiếm ưu thế nhờ lợi thế về công nghệ, nguồn vốn, dữ liệu khách hàng và mạng lưới phân phối. Đây sẽ là nhóm có khả năng mở rộng tín dụng tốt hơn, đồng thời kiểm soát chất lượng tài sản hiệu quả hơn so với phần còn lại của thị trường.

Cập nhật văn bản pháp lý: Những nỗ lực để an toàn và tăng trưởng bền vững

Trước thay đổi	Sau thay đổi	Ảnh hưởng đến các ngân hàng
Cơ chế cho vay đặc biệt còn phụ thuộc nhiều vào thẩm quyền cấp cao, quy trình xử lý TCTD yếu kém chưa đủ linh hoạt.	Luật 96/2025/QH15 sửa đổi Luật Các TCTD, cho phép NHNN quyết định cho vay đặc biệt với lãi suất 0%/năm, có hoặc không có tài sản bảo đảm trong trường hợp cần thiết.	Tăng công cụ hỗ trợ thanh khoản cho các TCTD yếu kém hoặc bị rút tiền hàng loạt, góp phần giảm rủi ro đổ vỡ dây chuyền trong hệ thống.
Quyền thu giữ tài sản bảo đảm của khoản nợ xấu chưa được luật hóa đầy đủ sau khi Nghị quyết 42 hết hiệu lực.	Luật 96/2025/QH15 bổ sung quyền thu giữ tài sản bảo đảm của khoản nợ xấu khi hợp đồng bảo đảm có thỏa thuận, tài sản không tranh chấp, không bị kê biên và đã công khai thông tin thu giữ.	Tạo hành lang pháp lý mạnh hơn cho xử lý nợ xấu, giúp ngân hàng rút ngắn thời gian thu hồi nợ và cải thiện khả năng xử lý tài sản bảo đảm.
Việc thu giữ tài sản bảo đảm còn thiếu hướng dẫn cụ thể về điều kiện tài sản được thu giữ.	Nghị định 304/2025/NĐ-CP quy định điều kiện tài sản bảo đảm của khoản nợ xấu được thu giữ, có hiệu lực từ 01/12/2025.	Giúp quy trình thu giữ tài sản bảo đảm rõ ràng hơn, hỗ trợ các ngân hàng xử lý nợ xấu hiệu quả hơn, đặc biệt với các khoản vay có tài sản bảo đảm là bất động sản.
Hoạt động của công ty quản lý nợ trực thuộc ngân hàng còn dựa trên khung pháp lý cũ, chưa phản ánh đầy đủ yêu cầu xử lý nợ hiện nay.	Thông tư 31/2025/TT-NHNN quy định rõ hoạt động của công ty con, công ty liên kết của TCTD trong lĩnh vực quản lý nợ và khai thác tài sản; chỉ cho phép thực hiện các nhóm hoạt động được quy định.	Tăng tính minh bạch trong xử lý nợ, mua bán nợ và khai thác tài sản bảo đảm; đồng thời siết điều kiện hoạt động của các công ty quản lý nợ thuộc ngân hàng.
Quy định phân loại tài sản có theo Thông tư 31/2024/TT-NHNN chưa được cập nhật theo khung Luật Các TCTD sửa đổi.	Thông tư 37/2025/TT-NHNN sửa đổi, bổ sung quy định về phân loại tài sản có của ngân hàng thương mại, TCTD phi ngân hàng và chi nhánh ngân hàng nước ngoài, có hiệu lực từ 15/12/2025.	Gia tăng yêu cầu tuân thủ trong phân loại tài sản, báo cáo và giám sát chất lượng tín dụng; có thể khiến việc ghi nhận chất lượng tài sản thận trọng hơn.
Quy định về tỷ lệ an toàn vốn chủ yếu theo Basel II, chưa phản ánh đầy đủ yêu cầu vốn theo chuẩn mới.	Thông tư 14/2025/TT-NHNN quy định tỷ lệ an toàn vốn mới đối với ngân hàng thương mại và chi nhánh ngân hàng nước ngoài, có hiệu lực từ 15/09/2025, với lộ trình chuyển đổi đến trước năm 2030.	Tăng áp lực nâng vốn tự có, cải thiện CAR và quản trị rủi ro. Nhóm ngân hàng vốn mỏng sẽ bị hạn chế dư địa tăng trưởng tín dụng hơn so với nhóm có nền tảng vốn tốt.
Quy định cho vay đặc biệt theo Thông tư 37/2024/TT-NHNN chưa quy định cụ thể một số trường hợp rút tiền hàng loạt và kiểm soát đặc biệt.	Thông tư 35/2025/TT-NHNN quy định mới về cho vay đặc biệt đối với TCTD, trong đó lãi suất với nợ gốc cho vay đặc biệt có thể là 0%/năm.	Tăng khả năng hỗ trợ thanh khoản trong tình huống khẩn cấp, giúp NHNN có thêm công cụ ổn định hệ thống khi một TCTD gặp rủi ro mất khả năng chi trả.
Tổ chức bảo hiểm tiền gửi chủ yếu đóng vai trò bảo vệ người gửi tiền sau khi phát sinh nghĩa vụ chi trả.	Luật Bảo hiểm tiền gửi 2025 và Thông tư 02/2026/TT-NHNN mở rộng vai trò của tổ chức bảo hiểm tiền gửi trong quá trình can thiệp sớm, kiểm soát đặc biệt và cho vay đặc biệt.	Củng cố cơ chế bảo vệ người gửi tiền và xử lý TCTD yếu kém; giảm rủi ro tâm lý rút tiền hàng loạt trong hệ thống.
Việc góp vốn, mua cổ phần của TCTD đã có quy định nhưng thủ tục và điều kiện cần được cập nhật theo Luật Các TCTD mới.	Thông tư 60/2025/TT-NHNN quy định điều kiện, hồ sơ và thủ tục chấp thuận việc góp vốn, mua cổ phần của TCTD, có hiệu lực từ 13/02/2026.	Siết kỷ luật đầu tư ngoài ngành và đầu tư vào công ty con, công ty liên kết; ngân hàng muốn mở rộng hệ sinh thái phải đáp ứng tốt hơn các điều kiện về an toàn vốn, giới hạn đầu tư và chất lượng tài sản.
Quy định nội bộ về cho vay của TCTD vẫn phải gửi NHNN nhưng cơ chế phân cấp giám sát cần cập nhật theo mô hình tổ chức mới.	Thông tư 52/2025/TT-NHNN sửa đổi Thông tư 39/2016/TT-NHNN, yêu cầu TCTD gửi quy định nội bộ về cho vay cho NHNN chi nhánh khu vực hoặc Cục Quản lý, giám sát TCTD trong vòng 10 ngày làm việc sau khi ban hành/sửa đổi.	Tăng trách nhiệm tuân thủ và minh bạch trong hoạt động cho vay; NHNN có thêm cơ sở giám sát chính sách tín dụng nội bộ của từng ngân hàng.

Ngành ngân hàng: Danh mục khuyến nghị

- ❖ Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực có chọn lọc đối với ngành ngân hàng trong nửa cuối năm 2026. Động lực tăng trưởng chính của ngành đến từ nhu cầu tín dụng tiếp tục phục hồi, mặt bằng lãi suất cho vay có xu hướng nhích lên và NIM kỳ vọng cải thiện nhẹ so với các quý trước. Bên cạnh đó, tín dụng tiêu dùng và cho vay khách hàng doanh nghiệp được kỳ vọng phục hồi tốt hơn, hỗ trợ tăng trưởng thu nhập lãi của các ngân hàng.
- ❖ Tuy nhiên, triển vọng ngành sẽ không còn mang tính đồng đều như các giai đoạn trước. Áp lực chi phí vốn gia tăng do lãi suất huy động tăng, tỷ lệ LDR duy trì ở mức cao và chất lượng tài sản có dấu hiệu suy giảm khiến mức độ phân hóa giữa các ngân hàng ngày càng rõ rệt. Do đó, chiến lược đầu tư nên ưu tiên các ngân hàng có nền tảng vốn tốt, CASA cao, khả năng kiểm soát chi phí vốn hiệu quả, bộ đệm dự phòng vững và chất lượng tài sản ổn định.
- ❖ Chúng tôi đánh giá nhóm ngân hàng quốc doanh và các ngân hàng tư nhân quy mô lớn sẽ tiếp tục giữ lợi thế trong nửa cuối năm 2026 nhờ quy mô khách hàng lớn, năng lực huy động vốn tốt và khả năng mở rộng tín dụng cao hơn mặt bằng chung. Trong đó, nhóm ngân hàng có CASA cao, chi phí vốn thấp và tỷ lệ bao phủ nợ xấu tốt sẽ có khả năng bảo vệ NIM và duy trì tăng trưởng lợi nhuận tốt hơn.
- ❖ Ở chiều ngược lại, chúng tôi thận trọng hơn với nhóm ngân hàng có LDR cao, CASA thấp, bộ đệm dự phòng mỏng hoặc tỷ lệ nợ xấu gia tăng nhanh. Đây là nhóm có thể chịu áp lực lớn hơn từ chi phí huy động, trích lập dự phòng và khả năng duy trì tăng trưởng lợi nhuận trong các quý cuối năm.
- ❖ Nhìn chung, ngành ngân hàng vẫn là nhóm cổ phiếu có vai trò dẫn dắt thị trường nhờ quy mô vốn hóa lớn, thanh khoản cao và triển vọng lợi nhuận duy trì tăng trưởng. Tuy nhiên, trong bối cảnh rủi ro nợ xấu và chi phí vốn còn hiện hữu, chúng tôi cho rằng cơ hội đầu tư nên tập trung vào các ngân hàng đầu ngành có nền tảng tài chính lành mạnh, khả năng sinh lời ổn định và định giá còn hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng.

P/B Ngân hàng



Nguồn: Fiinpro/NSI tổng hợp

Sau nhịp điều chỉnh trong quý, nhóm cổ phiếu ngân hàng đang giao dịch quanh mức P/B trung bình 1.4x, tiệm cận vùng dưới mức STD-1. Mặt bằng định giá đã quay lại vùng thấp trong lịch sử, cho thấy dư địa mở rộng thêm còn khá lớn.

Trong bối cảnh chính sách tiền tệ tiếp tục theo hướng hỗ trợ, tín dụng tăng trưởng tích cực và chất lượng tài sản cải thiện dần, cơ hội sẽ nghiêng về những ngân hàng có câu chuyện riêng như bộ đệm dự phòng dày, tỷ lệ nợ xấu được kiểm soát và khả năng duy trì tăng trưởng tín dụng vượt trội, qua đó tạo nền tảng cho đà hồi phục bền vững.

P/E Ngân hàng



Nguồn: Fiinpro/NSI tổng hợp

P/E đang giao dịch quanh vùng STD -1 điều này cho thấy cổ phiếu ngân hàng có thể đang được định giá ở vùng thấp hơn so với quá khứ, nhà đầu tư có thể chọn các ngân hàng có câu chuyện riêng và tính tăng trưởng bền vững.

Cổ phiếu	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
MBB	29,500 đồng/cp	▪ Động lực tăng trưởng mạnh mẽ của MBB trong năm 2026 đến từ chủ trương của ban lãnh đạo khi MBB đã hoàn thiện hệ sinh thái tài chính và được hưởng lợi từ việc chuyển giao ngân hàng 0 đồng từ đó tạo bước đệm tăng trưởng cho năm 2026. ▪ ĐHCĐ thường niên 2026 của MBB thông qua kế hoạch tăng trưởng mạnh với mục tiêu LNTT đạt 39,400 tỷ đồng (+15% YoY), tín dụng và huy động tăng khoảng 30%, tổng tài sản tiến sát 2 triệu tỷ đồng; đồng thời duy trì chất lượng tài sản với NPL dưới 1.5%, ROE 20–21% và CIR dưới 28%. Ngân hàng dự kiến nâng vốn điều lệ lên tối đa 102,687 tỷ đồng thông qua chia cổ tức cổ phiếu, chào bán cho cổ đông hiện hữu và phát hành riêng lẻ. MBB cũng duy trì chính sách cổ tức cao ở mức 25% gồm 10% tiền mặt và 15% cổ phiếu. Giai đoạn 2026–2028 được định hướng là chu kỳ tăng tốc nhờ nền tảng số hóa, mở rộng hệ sinh thái, lợi thế từ MBV và đóng góp ngày càng lớn từ các công ty thành viên, qua đó thể hiện tham vọng tiến sát nhóm Big4 về quy mô và lợi nhuận.
HDB	30,000 đồng/cp	▪ Chúng tôi đánh giá HDB là một trong những ngân hàng tư nhân có triển vọng tăng trưởng nổi bật trong năm 2026, dựa trên kế hoạch kinh doanh tham vọng tại ĐHCĐ với mục tiêu lợi nhuận trước thuế trên 30,100 tỷ đồng, tăng 41% so với năm 2025; dư nợ tín dụng tăng 37% và tổng tài sản tăng 28%. ▪ Động lực chính đến từ khả năng mở rộng tín dụng mạnh ở các phân khúc bán lẻ, SME, tài chính tiêu dùng và hệ sinh thái hàng không – bán lẻ – tiêu dùng. Bên cạnh đó, HDB tiếp tục duy trì hiệu quả sinh lời cao với ROE thuộc nhóm đầu ngành, trong khi hệ sinh thái HDBank – HD SAISON – HDS – Vikki Bank tạo thêm dư địa tăng trưởng từ tài chính tiêu dùng, ngân hàng số và thu nhập ngoài lãi. ▪ Tuy nhiên, rủi ro cần theo dõi là áp lực chi phí vốn khi lãi suất huy động tăng, cùng với rủi ro chất lượng tài sản nếu tín dụng mở rộng quá nhanh. Nhìn chung, HDB phù hợp với chiến lược đầu tư vào nhóm ngân hàng tư nhân tăng trưởng cao, có hiệu quả sinh lời tốt và câu chuyện mở rộng quy mô rõ ràng trong năm 2026.
VPB	33,000 đồng/cp	▪ Việc nhận chuyển giao bắt buộc GPBank cùng quá trình hoàn thiện hệ sinh thái tài chính tiếp tục là động lực tăng trưởng quan trọng của VPB trong năm 2026. Kỳ vọng tăng trưởng tín dụng VPB có thể đạt khoảng 33%, thuộc nhóm cao nhất ngành, dù áp lực cạnh tranh huy động và chi phí vốn vẫn hiện hữu. ▪ Kế hoạch kinh doanh năm 2026 tiếp tục duy trì chiến lược tăng trưởng cao với mục tiêu lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 41,323 tỷ đồng (+35% YoY), tín dụng tăng 34% và tổng tài sản đạt khoảng 1.63 triệu tỷ đồng. ▪ Kế hoạch tăng vốn điều lệ lên hơn 106 nghìn tỷ đồng sẽ giúp ngân hàng duy trì CAR ở mức cao, tạo nền tảng cho việc mở rộng bảng cân đối và tăng trưởng dài hạn. ▪ Chúng tôi đánh giá NIM có thể phục hồi về khoảng 4.8% nếu VPB kiểm soát tốt chi phí vốn, cải thiện CASA và đẩy mạnh các phân khúc có lợi suất cao. Các biện pháp quản trị rủi ro chặt chẽ và năng lực xử lý nợ xấu đã được cải thiện, chất lượng tài sản của VPB dự kiến hồi phục rõ nét hơn vào cuối năm 2026. ▪ Trong bối cảnh thị trường bán lẻ phục hồi và hệ sinh thái tài chính của VPB (FE Credit, VPBankS, OPES và AMC) đã hoàn thiện, NSI dự báo các mảng này có thể đóng góp khoảng 30% tổng lợi nhuận của ngân hàng. Trên cơ sở đó, lợi nhuận trước thuế năm 2026 được dự phóng đạt khoảng 34,049 tỷ đồng.

Kịch bản cơ sở cho giai đoạn nửa cuối 2026:

Trong kịch bản cơ sở, với GDP 2026 tăng trưởng khoảng 8 – 8.5% cùng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng tối thiểu 15%, NSI dự báo tổng nợ vay ngành chứng khoán có thể tăng ít nhất 40% YoY.

Ở kịch bản tích cực, nếu GDP vượt 8.5% và tín dụng tăng trên 15%, nợ vay toàn ngành có thể tăng tối thiểu 50% YoY, tạo nguồn vốn ổn định hỗ trợ thanh khoản và VN-Index. Tăng trưởng chậm lại trong nửa đầu 2026 do áp lực lãi suất, tỷ giá và bối cảnh rủi ro địa chính trị, tuy nhiên dự báo thị trường chứng khoán khả quan hơn vào nửa cuối năm được hỗ trợ bởi chính sách tài khoá dựa trên kế hoạch giải ngân đầu tư công lớn và dòng vốn ngoại cải thiện.

NSI cho rằng những công ty có lợi thế về chi phí vốn vay thấp và có sự hậu thuẫn bởi các ngân hàng mẹ như **TCX, VPX, SSI,...** sẽ hưởng lợi đáng kể từ điều này. Mức nợ vay của các công ty này kỳ vọng sẽ tăng tốc vào nửa cuối năm 2026 để tài trợ cho các hoạt động cho vay ký quỹ, tự doanh dựa trên bối cảnh nền kinh tế Việt Nam sẽ bắt tốc vào thời điểm này.

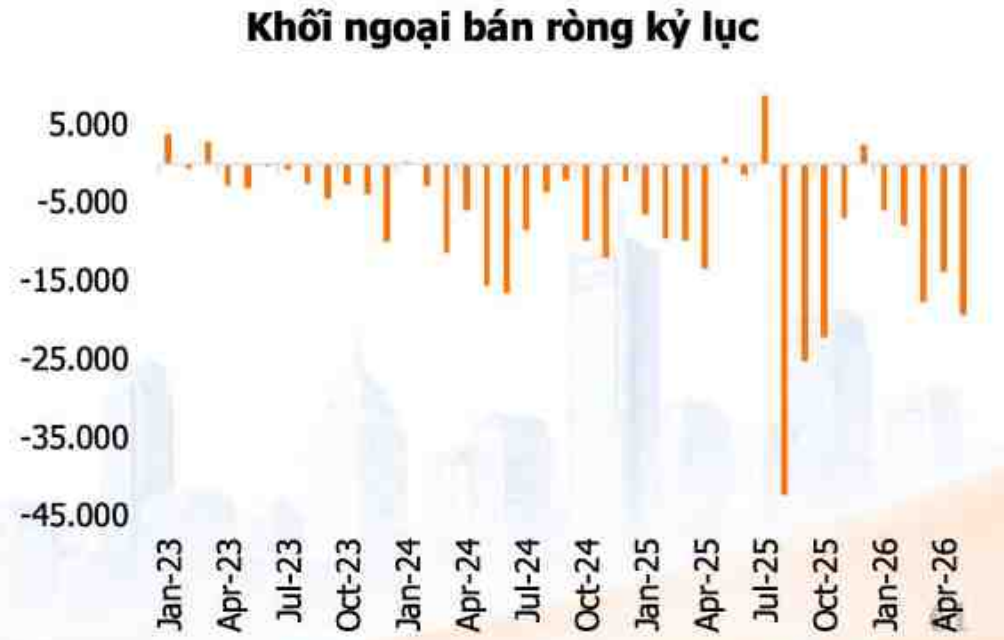
Kịch bản cơ sở 2026	Giá trị 2026 (tỷ đồng)	YoY
Doanh thu ngành chứng khoán	131,325	13.2%
LNST ngành chứng khoán	38,814	-2%
Thanh khoản trung bình/phần	32,956	12.4%
VN-Index đóng cửa	1,950 - 1,980	



Kì vọng áp lực bán ròng từ khối ngoại giảm dần vào 6 tháng cuối năm

Trong 5T2026, khối ngoại tiếp tục duy trì xu hướng bán ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam với giá trị khoảng 2,4 tỷ USD, cao hơn đáng kể so với cùng kỳ năm trước. Chúng tôi cho rằng áp lực rút vốn chủ yếu đến từ môi trường lãi suất toàn cầu duy trì ở mức cao, xu hướng dịch chuyển dòng vốn về các thị trường phát triển và những bất ổn địa chính trị tại khu vực Trung Đông.

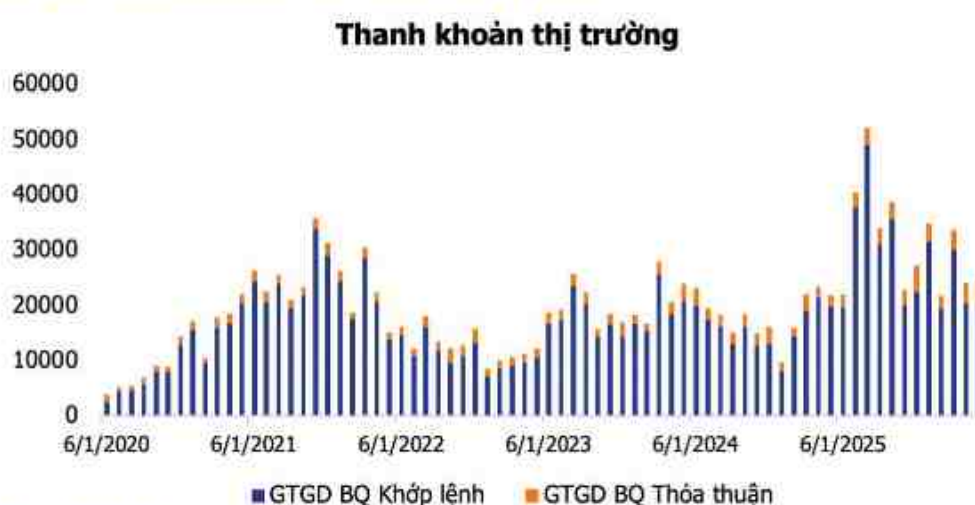
Trong ngắn hạn, dòng vốn ngoại nhiều khả năng vẫn sẽ biến động theo diễn biến lãi suất và khẩu vị rủi ro toàn cầu. Tuy nhiên, áp lực bán ròng có thể dần hạ nhiệt khi Việt Nam tiến gần hơn tới cột mốc nâng hạng FTSE vào tháng 9/2026, qua đó mở ra cơ hội thu hút dòng vốn thụ động từ các quỹ đầu tư theo chỉ số.



Ngành chứng khoán

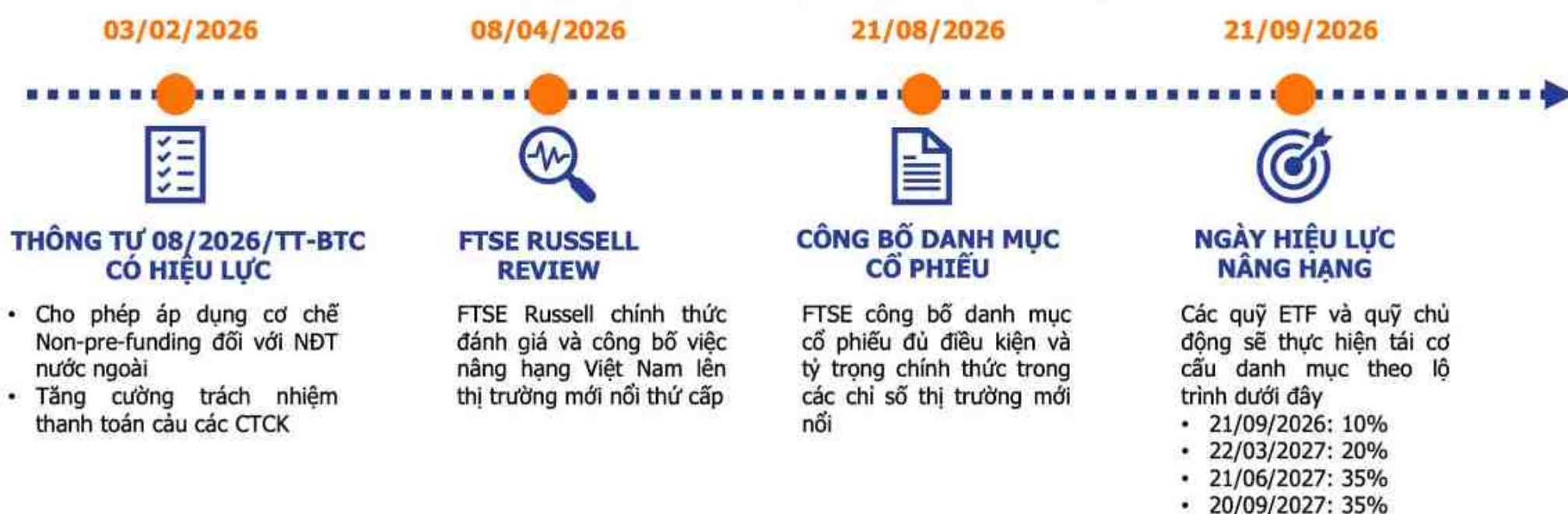
Thanh khoản thị trường vẫn đang duy trì ở mức cao so với 2025 dù đã suy yếu

- Mặc dù thanh khoản thị trường có xu hướng giảm kể từ đầu Q2/2026, mức độ tham gia của dòng tiền vẫn duy trì tích cực. Giá trị giao dịch bình quân giảm từ mức đỉnh 38.6 nghìn tỷ đồng/phiên trong tháng 1 xuống khoảng 26 nghìn tỷ đồng/phiên trong giai đoạn tháng 4-5, phản ánh tâm lý thận trọng hơn của nhà đầu tư trước những biến động từ môi trường vĩ mô và thị trường quốc tế.
- Tuy nhiên, tính chung 5 tháng đầu năm, giá trị giao dịch bình quân vẫn đạt 31.4 nghìn tỷ đồng/phiên, cao hơn khoảng 9% so với mức bình quân năm 2025. Điều này cho thấy dòng tiền trên thị trường vẫn đang được duy trì ở mức cao và là nền tảng hỗ trợ cho triển vọng hoạt động môi giới và cho vay ký quỹ của các công ty chứng khoán trong thời gian tới.



FTSE là mục tiêu gần, trong khi MSCI là câu chuyện dài hạn

Lộ trình nâng hạng FTSE của thị trường chứng khoán Việt Nam



NSI dự kiến thị trường có thể thu hút 800 triệu – 4 tỷ USD vốn thụ động, kéo theo 5 – 10 tỷ USD tổng dòng vốn ngoại trong 1-2 năm. Đồng thời, giá trị giao dịch của cá nhà đầu tư trong 2026 có thể tăng 15% – 20%, với tỷ trọng giao dịch khối ngoại cải thiện lên mức 15% (so với mức 10.6% cùng kỳ). **Các CTCK vốn lớn (SSI, TCX, VPX) và có thị phần môi giới tổ chức cao (HCM, VCI) có thể hưởng lợi (doanh thu môi giới, cho vay margin tăng 20% – 30%), nhưng phải trích lập dự phòng 3% – 5% vốn điều lệ theo quy định mới.**

Bên cạnh FTSE Russell, Việt Nam cũng đang từng bước cải thiện khả năng tiếp cận thị trường nhằm hướng tới mục tiêu nâng hạng theo chuẩn MSCI. Theo đánh giá của MSCI, các vấn đề cần tiếp tục hoàn thiện bao gồm cơ chế Đối tác bù trừ trung tâm (CCP), tài khoản giao dịch tổng hợp (OTA) và giới hạn sở hữu nước ngoài (FOL). UBCKNN đã công bố lộ trình triển khai CCP từ tháng 5/2026 với mục tiêu đưa vào vận hành trong Q1/2027. Mặc dù quá trình nâng hạng MSCI được đánh giá sẽ kéo dài hơn FTSE Russell, các cải cách đang được triển khai cho thấy Việt Nam đang từng bước tiệm cận các tiêu chuẩn của thị trường mới nổi.

Làn sóng IPO và thoái vốn Nhà nước mở ra chu kỳ huy động vốn mới

Kỳ vọng hoạt động IPO sẽ tiếp tục sôi động trong năm 2026 nhờ khung pháp lý được hoàn thiện, đặc biệt là Nghị định 155/2020/NĐ-CP và Nghị định 245/2025/NĐ-CP tạo điều kiện cho khối ngoại tham gia thông qua việc tuân thủ giới hạn sở hữu nước ngoài theo quy định chuyên ngành và cam kết quốc tế. Bên cạnh đó, quy trình IPO đã được cải thiện đáng kể khi cho phép xét duyệt song song hồ sơ IPO và niêm yết, rút ngắn thời gian niêm yết từ 90 ngày xuống còn 30 ngày.

Trong giai đoạn 2026–2028, tổng giá trị các thương vụ IPO và huy động vốn tiềm năng được ước tính có thể vượt 40 tỷ USD. Đáng chú ý, danh mục doanh nghiệp đang chuẩn bị niêm yết trải rộng trên nhiều lĩnh vực như bán lẻ, công nghệ, y tế, tài chính và hạ tầng, đồng thời có lộ trình triển khai kéo dài từ năm 2026 đến ít nhất năm 2030. Điều này cho thấy **thị trường đang bước vào một chu kỳ huy động vốn mới có quy mô lớn và thời gian kéo dài hơn so với các đợt IPO đơn lẻ trong những năm gần đây**, qua đó tạo doanh thu tăng trưởng mạnh cho các mảng ngân hàng đầu tư, tư vấn phát hành và bảo lãnh phát hành của các công ty chứng khoán.

Nhóm công ty chứng khoán đầu ngành như **SSI, VCI và HCM** được kỳ vọng hưởng lợi trực tiếp nhờ kinh nghiệm triển khai các thương vụ huy động vốn lớn, năng lực phân phối cho nhà đầu tư tổ chức và thị phần tư vấn doanh nghiệp cao. Các công ty chứng khoán thuộc hệ sinh thái ngân hàng như **TCX, VPX và MBS** cũng có lợi thế trong việc tiếp cận nguồn khách hàng doanh nghiệp từ ngân hàng mẹ, qua đó gia tăng cơ hội tham gia các thương vụ IPO và phát hành riêng lẻ trong giai đoạn tới.



LĨNH VỰC	TÊN CÔNG TY	THỜI GIAN NIÊM YẾT DỰ KIẾN
Chứng khoán	Chứng khoán Kafi	2026
Chứng khoán	Chứng khoán LPBank	Q2/2026
Tài chính tiêu dùng	HDSaison	2026 – 2027
Bất động sản	Hạ tầng Gelex (GEL)	Q1/2026
Nông nghiệp	Hòa Phát Nông nghiệp (HPA)	Q1/2026
Nông nghiệp	C.P. Việt Nam	2026 -2027
Bán lẻ	Điện máy xanh	2026 -2027
Bán lẻ	Bách hóa xanh	2026 -2028
Bán lẻ	Golden Gate	2026 -2027
Bán lẻ	Highland	Dự kiến 2027
Bán lẻ	Sunhouse	2027 - 2030
Y tế	Nhà thuốc Long Châu	2026 -2027
Y tế	Pharmacy	2027 - 2030
Giải trí	DatVietVAC	2027 - 2030
Giải trí	Galaxy	2027 - 2030
Công nghệ	MISA	2027 - 2030
Công nghệ	Viettel IDC	2026
Công nghệ	MoMo	2027

Triển vọng đối với tài sản kỹ thuật số

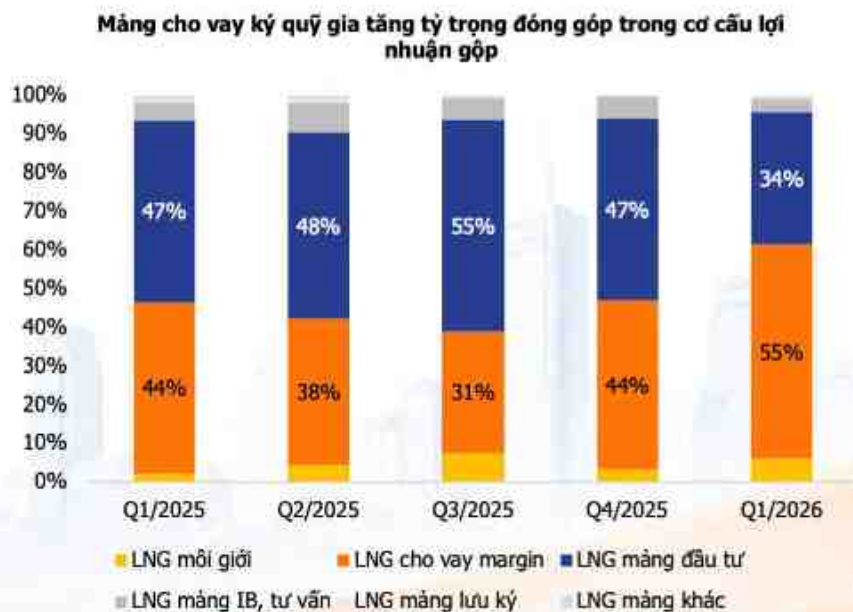
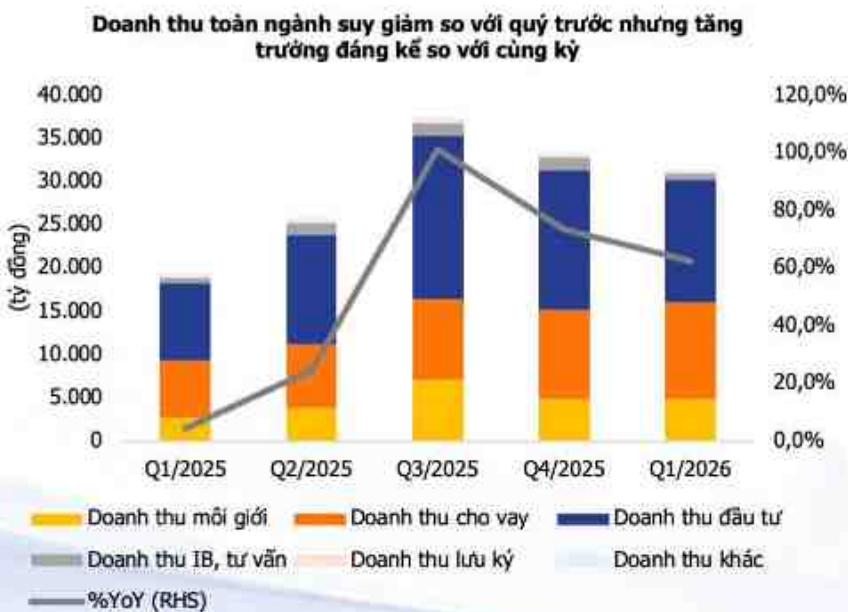
- Bước ngoặt Luật số 71/2025/QH15. Luật Công nghiệp Công nghệ số chính thức công nhận tiền mã hóa là tài sản số. Người dân được quyền trao đổi và đầu tư, nhưng tuyệt đối không được sử dụng làm phương tiện thanh toán thay thế VND.
- Thêm vào đó, các stablecoins (neo theo tỷ giá USD và VND) sẽ được quản lý riêng và không được công nhận là tài sản số. Tuy nhiên, các stablecoins đang được thử nghiệm theo cơ chế Sandbox làm phương tiện thanh toán tại Đà Nẵng.
- Song song với đó, hệ thống 5 sàn giao dịch Tài sản số đang được triển khai nhằm kết nối trực tiếp với các nền tảng quốc tế để đảm bảo tính thanh khoản và sức cạnh tranh toàn cầu. Cho đến thời điểm hiện tại, đã có 5 doanh nghiệp có hồ sơ hợp lệ để làm sàn giao dịch tài sản mã hóa là **VIXEX, LPEX, CAEX, TCEX và Công ty CP Dịch vụ Tài sản số VN**.

Việt Nam: Điểm đến hàng đầu về tài sản số tại Đông Nam Á



Cơ cấu lợi nhuận tiếp tục dịch chuyển sang hoạt động cho vay ký quỹ

- Một điểm đáng chú ý trong cơ cấu lợi nhuận ngành là vai trò của hoạt động môi giới đang giảm dần so với cho vay ký quỹ và đầu tư tài chính. Trong Q1/2026, doanh thu môi giới đạt 4,883 tỷ đồng, trong khi doanh thu cho vay đạt 11,136 tỷ đồng và doanh thu đầu tư đạt 14,189 tỷ đồng. Điều này cho thấy nguồn thu của ngành không còn phụ thuộc chủ yếu vào phí giao dịch như giai đoạn 2020–2021.
- NSI cho rằng trong H2/2026, hoạt động cho vay ký quỹ sẽ tiếp tục là động lực lợi nhuận quan trọng nhất của ngành. Dự nợ margin toàn ngành tại cuối Q1/2026 đạt 418,725 tỷ đồng, tăng 50.2% YoY. Với mặt bằng thanh khoản duy trì tích cực và nhiều công ty chứng khoán đã hoàn tất tăng vốn trong các năm gần đây, dự địa mở rộng cho vay vẫn còn tương đối lớn.
- Tuy nhiên, tăng trưởng margin trong giai đoạn tới sẽ không chỉ phụ thuộc vào nhu cầu thị trường mà còn phụ thuộc vào năng lực vốn của từng công ty chứng khoán. Các doanh nghiệp có vốn chủ sở hữu lớn, khả năng huy động vốn tốt và quản trị rủi ro hiệu quả sẽ có lợi thế hơn trong việc mở rộng dự nợ cho vay mà không làm gia tăng quá mức rủi ro bằng cân đối.



Các CTCK thuộc hệ sinh thái ngân hàng sẽ tiếp tục giành lấy thị phần từ các CTCK độc lập đối với mảng cho vay ký quỹ

Thị phần cho vay ký quỹ đang dần dịch chuyển về nhóm công ty chứng khoán thuộc hệ sinh thái ngân hàng nhờ lợi thế về nguồn vốn và chi phí huy động thấp. Các công ty như **TCX, VPX, MBS, ACBS và VCBS** được kỳ vọng sẽ tiếp tục gia tăng thị phần trong mảng này khi nhu cầu sử dụng đòn bẩy của nhà đầu tư duy trì ở mức cao.

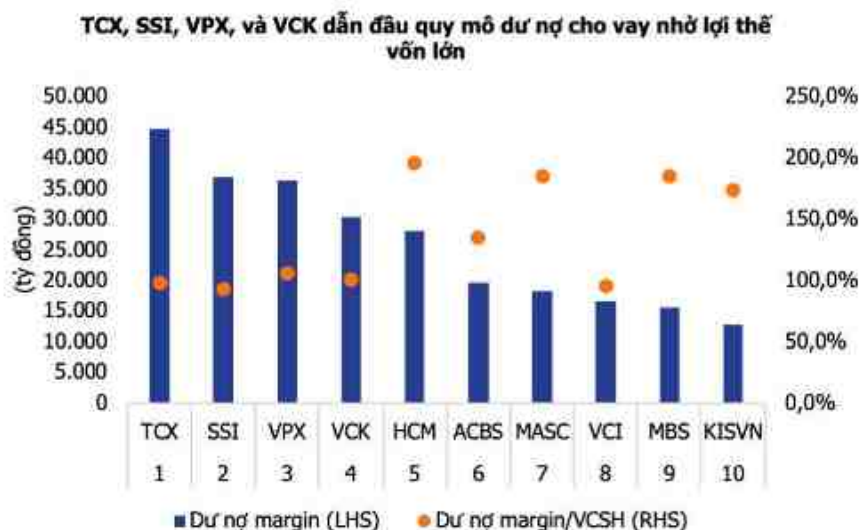
Trong bối cảnh nhiều công ty chứng khoán tiếp tục tăng vốn trong năm 2026:

(1) Thông qua phát hành riêng lẻ (SHS, VCK),

(2) Phát hành quyền mua (HCM, VND),

(3) IPO (LPBS, HDS, Kafi)

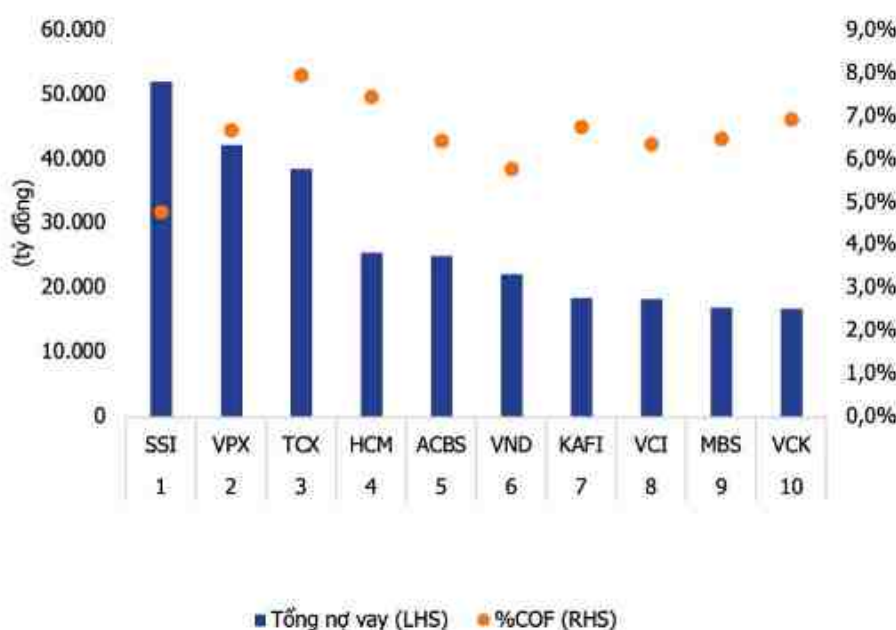
Cạnh tranh trong hoạt động cho vay ký quỹ được dự báo sẽ gia tăng, qua đó hỗ trợ tăng trưởng dư nợ toàn ngành nhưng đồng thời **tạo áp lực thu hẹp biên lợi nhuận của hoạt động margin**.



Tuy nhiên, rủi ro lãi suất vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao là yếu tố cần được theo dõi

- Mặc dù dư nợ cho vay ký quỹ vẫn còn nhiều dư địa tăng trưởng, áp lực chi phí vốn gia tăng có thể trở thành yếu tố kìm hãm đà tăng trưởng lợi nhuận của ngành chứng khoán trong thời gian tới. Tại cuối Q1/2026, tổng nợ vay toàn ngành chứng khoán đạt 444.559 tỷ đồng, tăng 32% YoY. Chi phí vốn bình quân của ngành tăng lên 6,7%, cao hơn mức 6,1% trong Q4/2025.
- Tuy nhiên, khả năng sinh lời từ hoạt động cho vay ký quỹ đang chịu áp lực khi mặt bằng lãi suất duy trì ở mức cao làm gia tăng chi phí huy động vốn của các công ty chứng khoán. Đồng thời, sau các đợt tăng vốn quy mô lớn trong giai đoạn 2025–2026, cạnh tranh giành thị phần ngày càng gay gắt đã hạn chế khả năng chuyển phần chi phí vốn tăng thêm sang khách hàng thông qua việc nâng lãi suất cho vay. Điều này khiến biên lợi nhuận từ hoạt động cho vay ký quỹ (margin spread) tiếp tục thu hẹp trong thời gian qua.
- Do đó, mặc dù dư nợ margin toàn ngành được kỳ vọng tiếp tục tăng trưởng trong H2/2026 nhờ năng lực vốn được cải thiện và nhu cầu sử dụng đòn bẩy duy trì ở mức cao, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng lợi nhuận của các công ty chứng khoán có thể thấp hơn tốc độ tăng trưởng dư nợ cho vay do áp lực cạnh tranh và chi phí vốn gia tăng. Đây sẽ là một trong những yếu tố cần theo dõi đối với triển vọng lợi nhuận ngành trong năm 2026.

Quy mô nợ vay tăng nhanh đi kèm chi phí vốn tăng, tạo áp lực lên biên lợi nhuận ngành.



P/E Chứng khoán



P/B Chứng khoán



Định giá của nhóm cổ phiếu chứng khoán hiện đã quay về vùng trung bình 5 năm sau giai đoạn tăng mạnh từ năm 2024.

Trong khi các động lực như nâng hạng FTSE, tăng trưởng margin và sự phục hồi của hoạt động IPO đã được phản ánh một phần vào giá cổ phiếu, chúng tôi cho rằng cơ hội đầu tư trong giai đoạn tới sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào các câu chuyện riêng của từng doanh nghiệp.

Các công ty có lợi thế về tăng vốn, mở rộng thị phần, phát triển mảng ngân hàng đầu tư hoặc sở hữu các catalyst riêng sẽ có khả năng tạo mức sinh lời vượt trội hơn mặt bằng chung của ngành. Do đó, chúng tôi kỳ vọng xu hướng phân hóa sẽ tiếp tục gia tăng trong nhóm cổ phiếu chứng khoán trong thời gian tới.

Ngành chứng khoán

Cơ hội đầu tư tiềm năng

Mã	Giá mục tiêu	Luận điểm
VPX	40,300 đồng/cổ phiếu	- Dư địa cho vay ký quỹ tối đa có thể đạt đến mức gần 80,000 tỷ đồng dựa vào lợi thế bộ đệm vốn chủ sở hữu vững chắc, góp phần gia tăng thị phần môi giới. - Danh mục đầu tư có thể tạo đột phá nhờ khả năng sinh lời của danh mục cổ phiếu nhờ triển vọng vĩ mô Việt Nam và thị trường chứng khoán Việt Nam được nâng hạng. - Mảng ngân hàng đầu tư với mức lợi suất sinh lời hấp dẫn sẽ góp phần đáng kể vào cơ cấu lợi nhuận nhờ hưởng lợi triển vọng làn sóng IPO trong thời gian tới. - P/B forward 2 lần dựa trên P/B trung bình các công ty cùng quy mô; BVPS forward 2026: 20,172 đồng/cp
		- Quy mô dư nợ ký quỹ kỳ vọng vượt mức 22,500 tỷ đồng (+50% YoY) với mục tiêu thị phần môi giới HSX trên 6%. - MBS đang phát triển sản phẩm phái sinh vàng theo định hướng Chính phủ nhằm tận dụng triển vọng ngân hàng mẹ triển khai sản vàng vào 2H2026.
MBS	23,600 đồng/cổ phiếu	- Kế hoạch chào bán 333.659 triệu cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và dự kiến thu về tối đa 3,336.59 tỷ đồng cho hoạt động tự doanh (1,000 tỷ đồng) và cho vay ký quỹ (2,336.59 tỷ đồng). - Mục tiêu giá trị tư vấn IB cho khách hàng đạt trên 20,000 tỷ đồng và kỳ vọng thu về 200 tỷ đồng doanh thu IB. - P/B forward 1.79 trung bình các công ty cùng quy mô; BVPS forward 2026: 13,188 đồng/cp; cổ tức tiền: 1,000 đồng/cp.
SHS	23,100 đồng/cổ phiếu	- Dư địa cho vay ký quỹ dự kiến đạt 14,000 tỷ đồng, tối đa có thể đạt đến khoảng 46,000 tỷ đồng dựa vào lợi thế bộ đệm vốn chủ vững chắc, góp phần gia tăng thị phần môi giới. - Danh mục đầu tư dự kiến đạt 13,228 tỷ đồng (+20% YoY, tập trung vào danh mục tài sản thu nhập cố định rủi ro thấp và giảm tỷ trọng đầu tư danh mục cổ phiếu. - Kế hoạch tăng vốn khoảng 800 tỷ nhằm nâng cao năng lực tài chính, trong đó, 658 tỷ đồng đến từ chào bán cổ phiếu riêng lẻ và 150 tỷ đồng cổ phiếu ESOP. - P/B forward 1.47 dựa trên P/B trung bình 5 năm; BVPS forward 2026: 15,718 đồng/cp; cổ tức bằng tiền: 500 đồng/cp

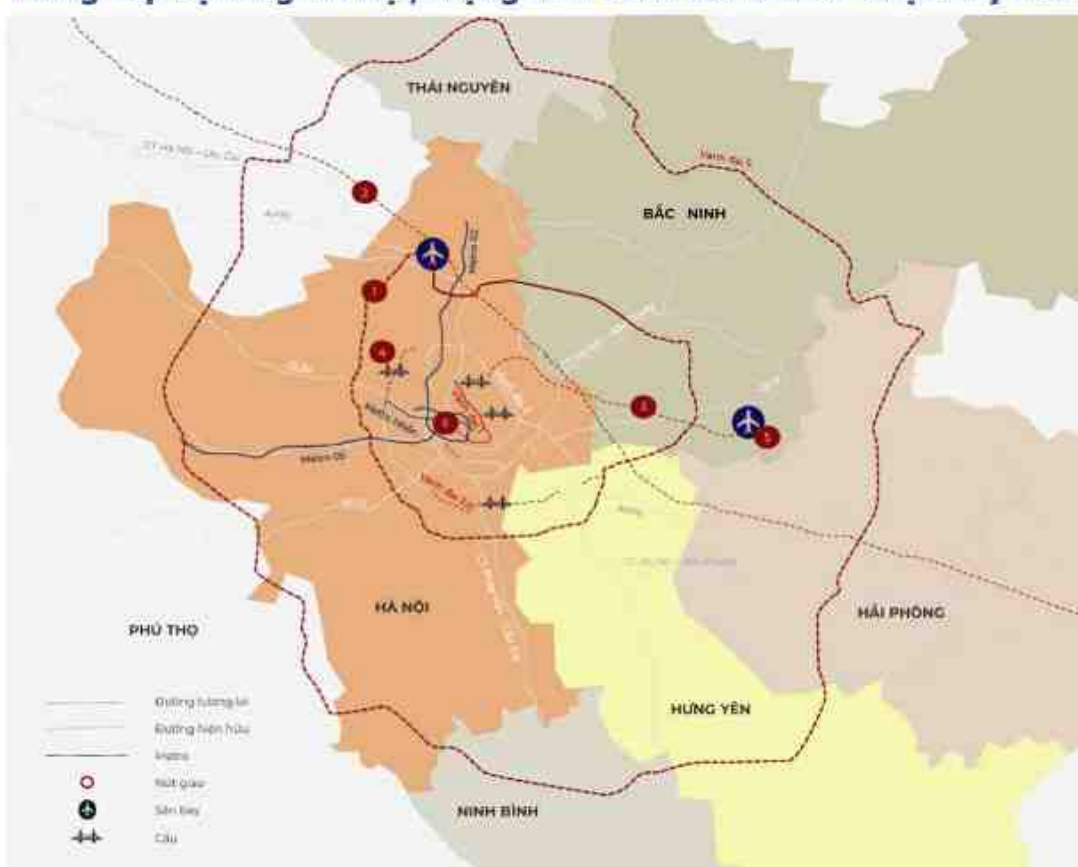
Ngành bất động sản dân cư:

Triển vọng thị trường bất động sản 2026: Tăng trưởng đến từ hạ tầng, dòng tiền tập trung vào các chủ đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh.

- ❖ Năm 2026, thị trường bất động sản vẫn đang trong chu kỳ hồi phục tuy nhiên thị trường sẽ ghi nhận sự phân hóa dưới các chính sách điều tiết của Chính phủ. NSI cho rằng áp lực lãi suất và việc “nắn” dòng vốn tín dụng khỏi nhu cầu đầu cơ sẽ khiến tốc độ tăng giá chậm lại hay thậm chí có thể được các chủ đầu tư điều chỉnh giảm. Mặc dù vậy, kỳ vọng nhu cầu sẽ dần hồi phục trong nửa cuối 2026 khi tâm lý của người mua nhà được cải thiện được hỗ trợ bởi các định hướng rõ ràng hơn của NHNN, đặc biệt là việc yêu cầu các NHTM điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó hạ nhiệt lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các chính sách hỗ trợ mạnh tay hơn từ các chủ đầu tư sẽ tiếp tục hỗ trợ hoạt động bán hàng.
- ❖ Trong dài hạn, thị trường bất động sản nhà ở của Việt Nam sẽ được hưởng lợi, được hỗ trợ mạnh từ yếu tố cơ sở hạ tầng và cấu trúc dân số.
- ❖ Phát triển nhà ở xã hội cũng đang trở thành một trong những xu hướng mới của các doanh nghiệp bất động sản.

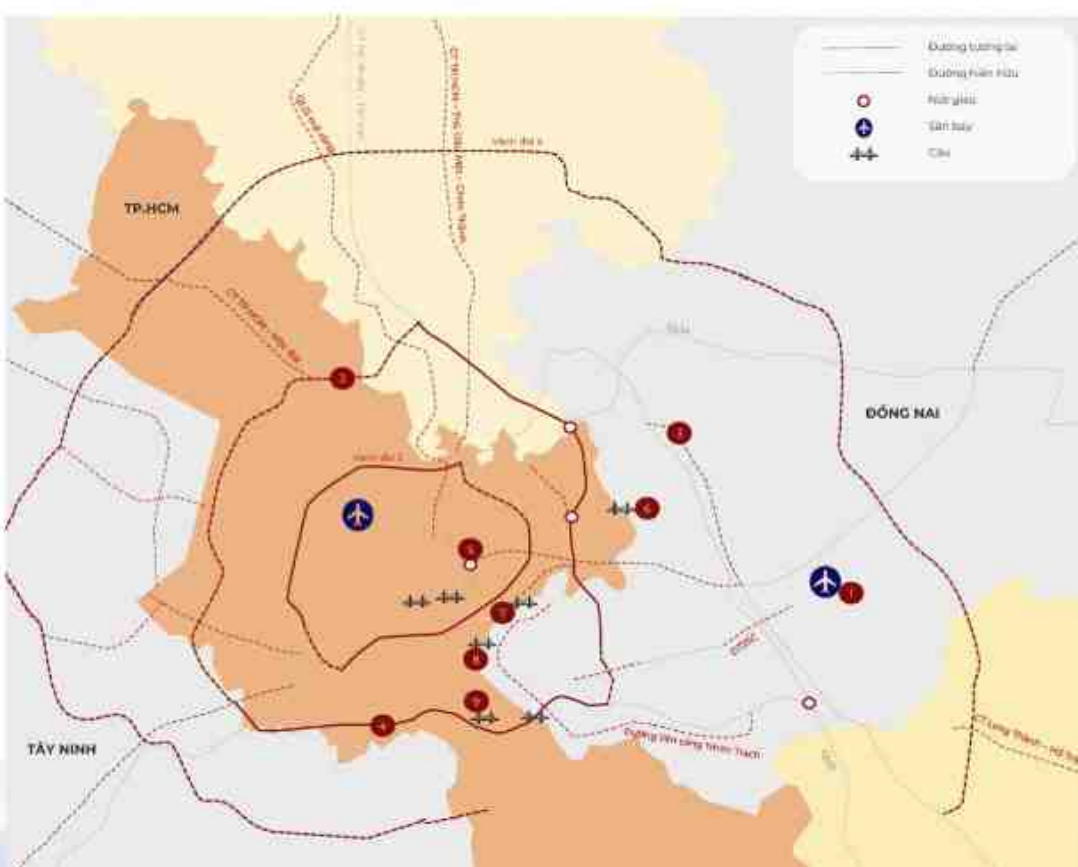
1. Xây dựng hạ tầng đồng bộ, mở rộng không gian phát triển đô thị ra các khu vực vệ tinh

Nâng cấp hạ tầng Hà Nội, mạng lưới vành đai thủ đô được đẩy nhanh tiến độ triển khai



Dự án	Thời gian triển khai	DN hưởng lợi
Metro 5 tuyến Văn Cao – Hòa Lạc	2025-2030	HDG, SJS
Đường sắt cao tốc Hà Nội – Quảng Ninh	2026-2028	VHM
Tuyến đường kết nối sân bay Gia Bình – Hà Nội	2025-2027	Na
Tuyến đường vành đai 4 thủ đô	2023-2027	VHM, KSF
Cầu Tứ Liên	2025-2027	VHM

Mạng lưới vành đai, metro Tp.HCM



Dự án	Thời gian triển khai	DN hưởng lợi
Vành đai 3	2023-2026	VHM, KDH, NLG
Cao tốc Bến Lức – Long Thành	2014-2026	DXG, NVL
Metro Bến Thành – Cần Giờ	2025-2028	VHM
Metro Bến Thành – Thủ Thiêm	2026-2030	Na
Metro Suối Tiên – Thành phố Mới Bình Dương	2026-2031	BCM
Cầu Cát Lái, Cầu Long Hưng	2026-2029	NVL, NLG
Cầu Cần Giờ	2026-2028	VHM

* Nguồn: NSI tổng hợp

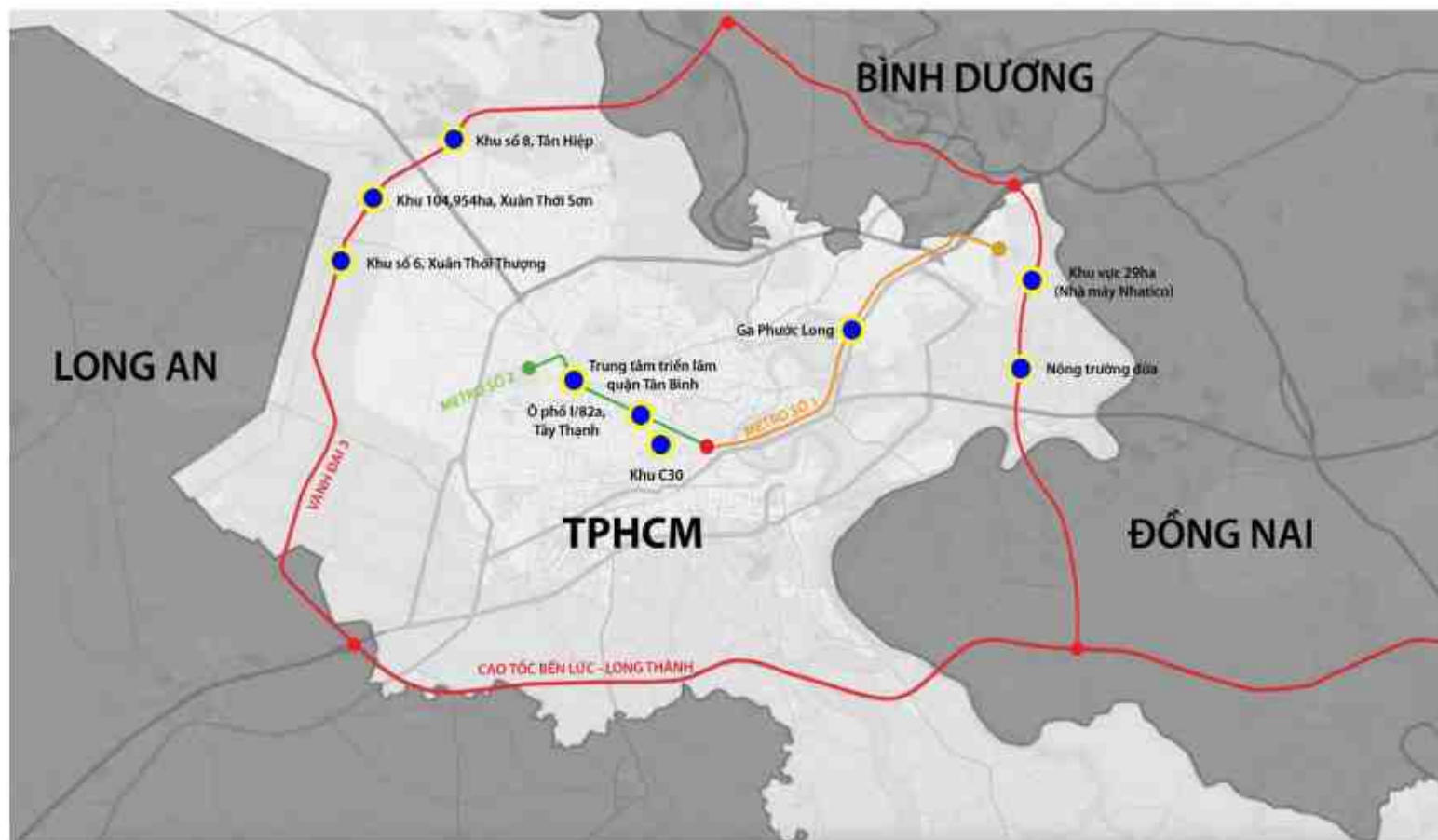
Ngành bất động sản dân cư:

Triển vọng thị trường bất động sản 2026: Tăng trưởng đến từ hạ tầng, dòng tiền tập trung vào các chủ đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh.

- ❖ Năm 2026, thị trường bất động sản vẫn đang trong chu kỳ hồi phục tuy nhiên thị trường sẽ ghi nhận sự phân hóa dưới các chính sách điều tiết của Chính phủ. NSI cho rằng áp lực lãi suất và việc “nắn” dòng vốn tín dụng khỏi nhu cầu đầu cơ sẽ khiến tốc độ tăng giá chậm lại hay thậm chí có thể được các chủ đầu tư điều chỉnh giảm. Mặc dù vậy, kỳ vọng nhu cầu sẽ dần hồi phục trong nửa cuối 2026 khi tâm lý của người mua nhà được cải thiện được hỗ trợ bởi các định hướng rõ ràng hơn của NHNN, đặc biệt là việc yêu cầu các NHTM điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó hạ nhiệt lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các chính sách hỗ trợ mạnh tay hơn từ các chủ đầu tư sẽ tiếp tục hỗ trợ hoạt động bán hàng.
- ❖ Trong dài hạn, thị trường bất động sản nhà ở của Việt Nam sẽ được hưởng lợi được hỗ trợ mạnh từ yếu tố cơ sở hạ tầng và cấu trúc dân số.
- ❖ Phát triển nhà ở xã hội cũng đang trở thành một trong những xu hướng mới của các doanh nghiệp bất động sản.

Chính sách, cơ chế đột phá theo mô hình TOD giúp Tp.HCM phát triển quỹ đất vàng, khơi thông nguồn cung khu vực

Nghị quyết	Các điểm mới
Nghị quyết 260/2025/QH15 (sửa đổi, bổ sung Nghị quyết 98/2023/QH15)	Cơ chế đặc thù: UBND TP. HCM được trao thêm thẩm quyền trong việc thu hồi đất, bồi thường, tái định cư và tạo quỹ đất tại khu vực nhà ga đường sắt, đề-pô và các nút giao thông trọng điểm dọc tuyến Vành đai 3 nhằm phục vụ phát triển đô thị và thương mại dịch vụ.
	Tái thiết đô thị tích hợp TOD: Thí điểm triển khai các dự án chỉnh trang, tái thiết và cải tạo khu đô thị gắn liền với các nhà ga, trạm dừng chân của tuyến metro.
	Phân quyền điều chỉnh quy hoạch: UBND TP.HCM được chủ động quyết định các chỉ tiêu quy hoạch, sử dụng đất và cho phép phát triển các tổ hợp nhà ở, thương mại, dịch vụ tích hợp tại các khu vực TOD, tạo cơ sở pháp lý thuận lợi để tối ưu hóa giá trị quỹ đất và thu hút nguồn lực xã hội hóa đầu tư hạ tầng.
	Tự chủ 100% nguồn vốn: Cho phép Thành phố giữ lại toàn bộ nguồn thu từ việc khai thác quỹ đất và giá trị tăng thêm của đất xung quanh các nhà ga TOD. Nguồn vốn không lồ này được ưu tiên tái đầu tư trực tiếp vào các tuyến đường sắt đô thị và hạ tầng giao thông kết nối



Vị trí 11 đô thị nén dọc Metro, đường vành đai TP.HCM có tổng diện tích 1,711 ha được thí điểm triển khai phát triển theo mô hình TOD, trong đó khu đất 26 ha tại Tây Thạch được thí điểm đầu tiên.

Theo số liệu từ Sở Xây dựng, TP HCM ước tính đang có khoảng 64,000 ha đất có thể phát triển đô thị theo định hướng giao thông công cộng. Trong đó, khoảng 32,000 ha khu vực đất nông nghiệp, đất trồng, 9,000 ha đất công nghiệp, sản xuất, hoặc chuyển đổi chức năng và 23,000 ha đất đô thị cần chuyển đổi, cải tạo để phát triển TOD.

Những cơ chế mới từ Nghị quyết 260/2025/QH15 sẽ tạo động lực quan trọng thúc đẩy quá trình phát triển các đô thị mật độ cao gắn với hệ thống giao thông công cộng (TOD), qua đó gia tăng giá trị bất động sản tại các khu vực được hưởng lợi từ hạ tầng giao thông và mở ra dư địa tăng trưởng mới cho thị trường bất động sản TP.HCM trong trung và dài hạn. Đối với các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất lớn nằm dọc các tuyến metro, Vành đai 3 hoặc các khu vực nằm trong quy hoạch TOD, đây là yếu tố hỗ trợ tích cực giúp nâng cao hiệu quả phát triển dự án, gia tăng giá trị quỹ đất và cải thiện khả năng khai thác thương mại trong tương lai khi những khu vực làm TOD được tăng hệ số sử dụng đất, mật độ dân số cao, từ đó thu hút nhu cầu đi và đến các đầu mối giao thông lớn.

Phát triển đô thị theo mô hình TOD sẽ trở thành xu hướng tất yếu của TP.HCM trong giai đoạn tới khi thành phố đối mặt với áp lực dân số ngày càng gia tăng, quỹ đất nội đô ngày càng khan hiếm và chi phí phát triển dự án liên tục tăng cao. Việc hình thành các cực tăng trưởng mới gắn với hệ thống giao thông công cộng không chỉ góp phần giảm áp lực lên khu vực trung tâm, hạn chế tình trạng ùn tắc giao thông mà còn mở rộng không gian phát triển đô thị theo hướng bền vững. Điều này tạo điều kiện thúc đẩy quá trình đô thị hóa tại các khu vực vệ tinh, phân bổ lại dân cư và hoạt động kinh tế, đồng thời hình thành các trung tâm thương mại, dịch vụ và nhà ở mới, qua đó nâng cao chất lượng tăng trưởng và sức cạnh tranh dài hạn của thị trường bất động sản TP.HCM.

Ngành bất động sản dân cư:

Triển vọng thị trường bất động sản 2026: Tăng trưởng đến từ hạ tầng, dòng tiền tập trung vào các chủ đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh.

- ❖ Năm 2026, thị trường bất động sản vẫn đang trong chu kỳ hồi phục tuy nhiên thị trường sẽ ghi nhận sự phân hóa dưới các chính sách điều tiết của Chính phủ. NSI cho rằng áp lực lãi suất và việc “nắn” dòng vốn tín dụng khỏi nhu cầu đầu cơ sẽ khiến tốc độ tăng giá chậm lại hay thậm chí có thể được các chủ đầu tư điều chỉnh giảm. Mặc dù vậy, kỳ vọng nhu cầu sẽ dần hồi phục trong nửa cuối 2026 khi tâm lý của người mua nhà được cải thiện được hỗ trợ bởi các định hướng rõ ràng hơn của NHNN, đặc biệt là việc yêu cầu các NHTM điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó hạ nhiệt lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các chính sách hỗ trợ mạnh tay hơn từ các chủ đầu tư sẽ tiếp tục hỗ trợ hoạt động bán hàng.
- ❖ Trong dài hạn, thị trường bất động sản nhà ở của Việt Nam sẽ được hưởng lợi được hỗ trợ mạnh từ yếu tố cơ sở hạ tầng và cấu trúc dân số.
- ❖ Phát triển nhà ở xã hội cũng đang trở thành một trong những xu hướng mới của các doanh nghiệp bất động sản.

2. Áp lực giảm bớt nửa cuối năm khi NHNN yêu cầu các NHTM điều chỉnh hạ lãi suất, ổn định thị trường

- ❖ NSI cho rằng mặt bằng lãi suất cho vay mua nhà vẫn đang duy trì ở mức tương đối cao, tiếp tục tạo áp lực lên nhu cầu nhà ở, đặc biệt là nhu cầu đầu tư sử dụng đòn bẩy tài chính. Trong bối cảnh giá bất động sản tại nhiều khu vực vẫn neo ở vùng cao sau giai đoạn tăng mạnh vừa qua, chi phí vốn lớn khiến quyết định xuống tiền của người mua trở nên thận trọng hơn, qua đó ảnh hưởng đến tốc độ hấp thụ của thị trường sơ cấp trong ngắn hạn.
- ❖ Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng tâm lý nhà đầu tư sẽ dần được cải thiện nhờ những động thái điều hành quyết liệt của NHNN nhằm ổn định và từng bước hạ mặt bằng lãi suất. Từ cuối tháng 3/2026, NHNN đã ban hành các văn bản yêu cầu các tổ chức tín dụng triển khai giải pháp ổn định lãi suất thị trường, đồng thời tăng cường thanh tra, giám sát các trường hợp tăng lãi suất huy động trái với định hướng điều hành. Trong tháng 5/2026, NHNN tiếp tục yêu cầu các chi nhánh NHNN khu vực tổ chức kiểm tra việc thực hiện giảm lãi suất tại các ngân hàng thương mại và xử lý nghiêm các trường hợp vi phạm. Đáng chú ý, tại cuộc họp giữa NHNN và hệ thống ngân hàng vào tháng 4/2026, nhiều ngân hàng thương mại đã thống nhất chủ trương giảm lãi suất huy động và lãi suất cho vay nhằm hỗ trợ phục hồi tăng trưởng kinh tế. Sau cuộc họp này, hơn 30 ngân hàng đã điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó tạo dư địa để giảm chi phí vốn cho nền kinh tế trong các tháng tiếp theo. Mặc dù tác động thực tế lên lãi suất cho vay mua nhà có thể cần thêm thời gian để phản ánh rõ nét, các tín hiệu điều hành nhất quán từ NHNN đang góp phần củng cố kỳ vọng về môi trường lãi suất thuận lợi hơn trong thời gian tới. Điều này được kỳ vọng sẽ hỗ trợ sự phục hồi dần của thanh khoản thị trường bất động sản, đặc biệt tại các dự án có pháp lý hoàn thiện, chủ đầu tư uy tín và chính sách bán hàng hấp dẫn.

KINH TẾ

NHNN siết kỷ luật thị trường tiền tệ, yêu cầu giảm lãi suất

(Chinhphu.vn) - Sau nhiều động thái giảm lãi suất trong tháng 4/2026, Ngân hàng Nhà nước tiếp tục yêu cầu các ngân hàng thương mại thực hiện nghiêm chủ trương giảm lãi suất huy động và cho vay, đồng thời tăng cường thanh tra, giám sát trên toàn hệ thống.

Ngân hàng cam kết giảm lãi suất sau cuộc họp với NHNN

(Chinhphu.vn) - Chiều 9/4, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) họp với 46 ngân hàng thương mại về điều hành chính sách tiền tệ. Tại cuộc họp, các ngân hàng thống nhất thực hiện chủ trương giảm lãi suất huy động và cho vay, theo định hướng của Chính phủ và NHNN.

Yêu cầu các ngân hàng thực hiện nghiêm việc giảm lãi suất

11:26 | 23/05/2026

🔗 ✕ 📧

Thời báo Tài chính Việt Nam trên [Google News](#) [f](#) [in](#) [yt](#)

(TBTCTO) - Nhằm kiểm soát lạm phát, ổn định kinh tế vĩ mô và thúc đẩy tăng trưởng, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (NHNN) đang quyết liệt triển khai đồng bộ các giải pháp nhằm giữ vững ổn định và giảm mặt bằng lãi suất thị trường, hỗ trợ người dân và doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn giá rẻ.

Ngành bất động sản dân cư:

Triển vọng thị trường bất động sản 2026: Tăng trưởng đến từ hạ tầng, dòng tiền tập trung vào các chủ đầu tư lớn có tiềm lực tài chính mạnh.

- ❖ Năm 2026, thị trường bất động sản vẫn đang trong chu kỳ hồi phục tuy nhiên thị trường sẽ ghi nhận sự phân hóa dưới các chính sách điều tiết của Chính phủ. NSI cho rằng áp lực lãi suất và việc “nắn” dòng vốn tín dụng khỏi nhu cầu đầu cơ sẽ khiến tốc độ tăng giá chậm lại hay thậm chí có thể được các chủ đầu tư điều chỉnh giảm. Mặc dù vậy, kỳ vọng nhu cầu sẽ dần hồi phục trong nửa cuối 2026 khi tâm lý của người mua nhà được cải thiện được hỗ trợ bởi các định hướng rõ ràng hơn của NHNN, đặc biệt là việc yêu cầu các NHTM điều chỉnh giảm lãi suất huy động, qua đó hạ nhiệt lãi suất cho vay. Bên cạnh đó, chúng tôi cho rằng các chính sách hỗ trợ mạnh tay hơn từ các chủ đầu tư sẽ tiếp tục hỗ trợ hoạt động bán hàng.
- ❖ Trong dài hạn, thị trường bất động sản nhà ở của Việt Nam sẽ được hưởng lợi được hỗ trợ mạnh từ yếu tố cơ sở hạ tầng và cấu trúc dân số.
- ❖ Phát triển nhà ở xã hội cũng đang trở thành một trong những xu hướng mới của các doanh nghiệp bất động sản.

3. Chính sách bán hàng đa dạng, ưu đãi lớn đến từ các chủ đầu tư thúc đẩy hoạt động bán hàng của các doanh nghiệp

- ❖ Nhiều chủ đầu tư đã triển khai các chính sách hỗ trợ lãi suất với mức độ mạnh hơn trước. Nếu như trước đây thời gian hỗ trợ thường kéo dài 1 - 2 năm, thì hiện nay đã xuất hiện các dự án áp dụng ưu đãi lên tới 5 năm, qua đó giảm đáng kể áp lực tài chính ban đầu cho người mua nhà. Ngoài ra tiến độ thanh toán cũng được giãn ra giúp giảm áp lực tài chính cho người mua nhà.
- ❖ NSI cho rằng các động thái mạnh tay trong việc hỗ trợ lãi suất, tăng chiết khấu, ưu đãi của các chủ đầu tư có thể sẽ khiến biên lợi nhuận sụt giảm 3-5% so với 2025, đặc biệt trong bối cảnh giá bán sẽ khó có thể tăng mạnh như trong giai đoạn trước, tuy nhiên điều này là cần thiết để các doanh nghiệp duy trì dòng tiền trong môi trường lãi suất cao.

Một số chính sách ưu đãi mạnh tay của doanh nghiệp địa ốc, cạnh tranh bằng bài toán tài chính

Chủ đầu tư	Dự án	Thanh toán	Lãi suất
VHM	Các dự án đang triển khai	Chiết khấu thanh toán sớm 10-12.5%, hỗ trợ vay 70-80% giá trị sản phẩm.	Gói “5 năm không lo lãi suất” khách hàng vay trong 18 tháng được hưởng lãi suất 3,3%/năm, vay 24 tháng là 5,3%/năm, vay 36 tháng là 7,8%/năm. Sau thời gian ưu đãi này, nếu tiếp tục duy trì khoản vay, khách hàng vẫn được bảo đảm mức lãi suất thả nổi không vượt quá 9%/năm trong 24 tháng tiếp theo.
SJS	Vista Văn La	Chiết khấu tới 19% khi thanh toán sớm, hỗ trợ vay 70% giá trị sản phẩm. Ân hạn gốc 5 năm	Hỗ trợ lãi suất 0% cho 70% trong vòng 24 tháng.
KDH	Gladia by the Water	Chiết khấu 8-10%	Hỗ trợ lãi suất 0% trong vòng 18 tháng
TCH	Hoàng Huy NewCity, Hoàng Huy Green River	Chiết khấu thanh toán 7-14%, Ân hạn gốc trong thời gian hỗ trợ lãi suất	Hỗ trợ lãi suất 0% trong 18 tháng (tới 36 tháng cho một số các sản phẩm)
NLG	Mizuki Park	Tiến độ thanh toán được giãn tới 36 tháng Ân hạn gốc 24 tháng	Hỗ trợ lãi suất lên đến 9%/năm

Kỳ vọng hoạt động bán hàng của các doanh nghiệp bất động sản sẽ tiếp tục được đẩy mạnh trong nửa cuối 2026

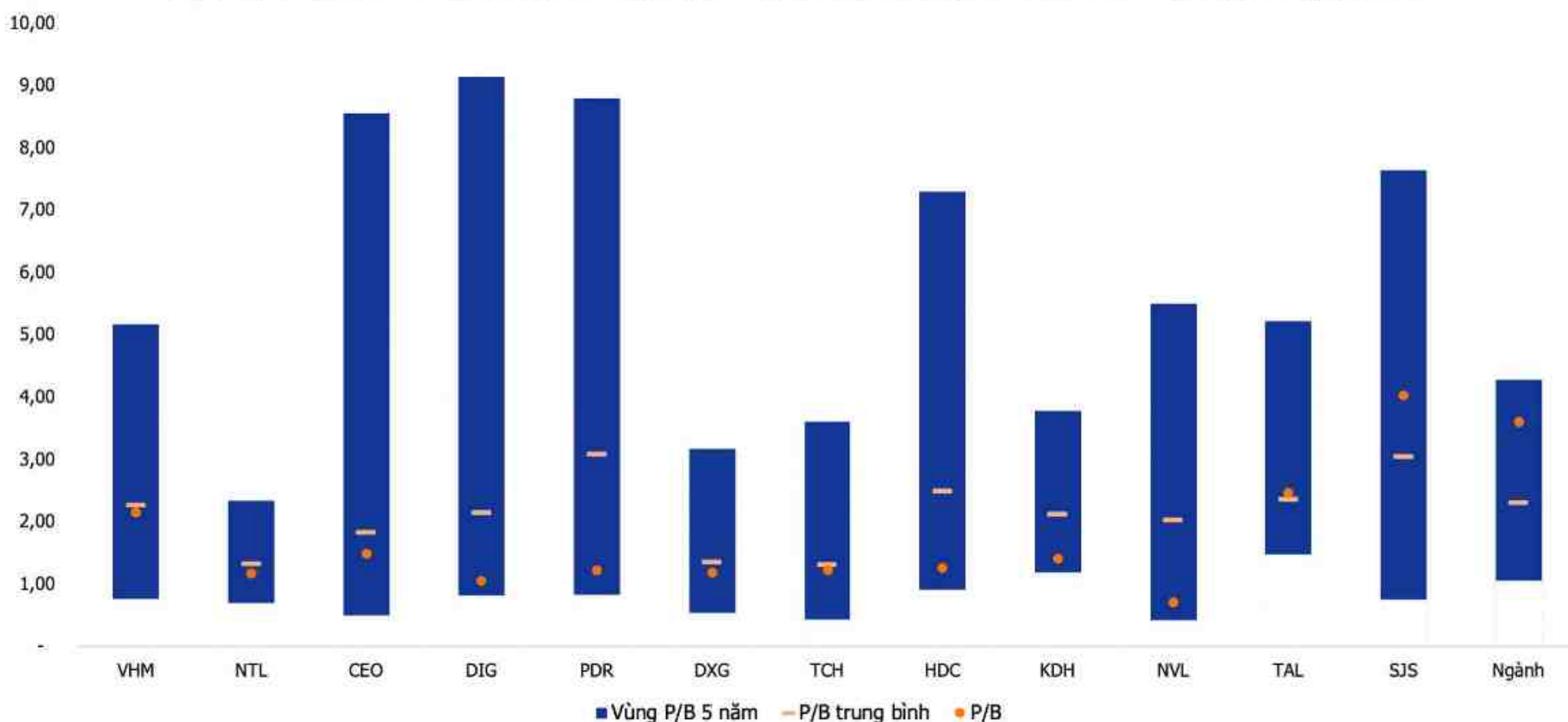
Doanh số bán hàng của một số doanh nghiệp (VHM - phải)



* Nguồn: BCTC doanh nghiệp, NSI tổng hợp

- ❖ Đối với thị trường chứng khoán, **chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu bất động sản đang trong giai đoạn tích lũy sau nhịp điều chỉnh kéo dài từ đầu năm**. Đà giảm trong nửa đầu năm đã phần nào phản ánh những áp lực từ môi trường vĩ mô, mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức cao, cùng với tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước các rủi ro liên quan đến thanh khoản và tiến độ triển khai dự án. Bước sang nửa cuối năm, triển vọng của ngành được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ các chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, định hướng giảm mặt bằng lãi suất của cơ quan quản lý và những nỗ lực tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho thị trường bất động sản.
- ❖ Các doanh nghiệp sở hữu tiềm lực tài chính vững mạnh, cơ cấu vốn lành mạnh, quỹ đất lớn và danh mục dự án có khả năng triển khai đúng tiến độ sẽ có nhiều cơ hội ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực hơn. Đồng thời, sự cải thiện về doanh số bán hàng, dòng tiền và triển vọng lợi nhuận trong các năm tới có thể trở thành động lực giúp nhóm cổ phiếu bất động sản thu hút trở lại dòng tiền đầu tư, đặc biệt ở các doanh nghiệp đầu ngành và có lợi thế cạnh tranh rõ nét.

Định giá P/B của một số doanh nghiệp BĐS trở về vùng giới hạn dưới trong vòng 5 năm



Cổ phiếu **Giá mục tiêu**
(đồng/cp)

Luận điểm đầu tư

DXG

18,000
đồng/cp

- Chuyển biến pháp lý tích cực đối với các dự án đang được DXG triển khai, nhiều dự án được khơi thông pháp lý, đặc biệt là Gem Sky World và Opal City.
- Giai đoạn 2 của dự án The Prive tiếp tục nhận được sự quan tâm lớn của thị trường, theo chia sẻ của ban lãnh đạo 2 tháp được mở bán trước của giai đoạn 2 cũng đã ghi nhận tỷ lệ hấp thụ lên tới 90%.
- Mảng môi giới duy trì tăng trưởng: Tận dụng đà hồi phục của thị trường bất động sản, mảng dịch vụ duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu thuần ấn tượng, hỗ trợ cho hoạt động kinh doanh cốt lõi trong bối cảnh các dự án đang triển khai chưa sẵn sàng bàn giao.
- Kỳ vọng dài hạn từ Gem Sky World: Việc tái khởi động và mở bán các phân khu tiếp theo tại Gem Sky World vào giai đoạn nửa cuối năm 2026 sẽ là động lực tăng trưởng trung hạn, hưởng lợi trực tiếp từ tiến độ hạ tầng trọng điểm khu vực phía Nam. Ngoài ra, quỹ đất lớn tại TP.HCM và khu vực Bình Dương giúp DXG có không gian để phát triển trong dài hạn.
- Năm 2026 sẽ là giai đoạn bản lề với kết quả kinh doanh được kỳ vọng tăng trưởng 10-15% so với 2025, trong khi giai đoạn 2027-2028 sẽ là điểm rơi lợi nhuận của DXG.
- Với việc mở bán diễn ra thuận lợi, DXG hiện đang có dòng tiền khá mạnh, CFO ghi nhận 3 quý dương liên tiếp và dự kiến sẽ tiếp tục dương trong thời gian tới đến từ tiền thu từ khách hàng từ các giai đoạn tiếp theo của The Prive và Gem Sky World.

- ❖ Đối với thị trường chứng khoán, **chúng tôi cho rằng nhóm cổ phiếu bất động sản đang trong giai đoạn tích lũy sau nhịp điều chỉnh kéo dài từ đầu năm**. Đà giảm trong nửa đầu năm đã phần nào phản ánh những áp lực từ môi trường vĩ mô, mặt bằng lãi suất cho vay duy trì ở mức cao, cùng với tâm lý thận trọng của nhà đầu tư trước các rủi ro liên quan đến thanh khoản và tiến độ triển khai dự án. Bước sang nửa cuối năm, triển vọng của ngành được kỳ vọng sẽ cải thiện nhờ các chính sách hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, định hướng giảm mặt bằng lãi suất của cơ quan quản lý và những nỗ lực tháo gỡ vướng mắc pháp lý cho thị trường bất động sản.
- ❖ Các doanh nghiệp sở hữu tiềm lực tài chính vững mạnh, cơ cấu vốn lành mạnh, quỹ đất lớn và danh mục dự án có khả năng triển khai đúng tiến độ sẽ có nhiều cơ hội ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực hơn. Đồng thời, sự cải thiện về doanh số bán hàng, dòng tiền và triển vọng lợi nhuận trong các năm tới có thể trở thành động lực giúp nhóm cổ phiếu bất động sản thu hút trở lại dòng tiền đầu tư, đặc biệt ở các doanh nghiệp đầu ngành và có lợi thế cạnh tranh rõ nét.

Cổ phiếu	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
TCH	21,650 đồng/cp	- Doanh nghiệp có quỹ đất lớn tại khu vực Thủ Đức, trung tâm hành chính mới của thành phố Thủ Đức. - Các dự án Hoàng Huy New City, Hoàng Huy Green River, Hoàng Huy Commerce đang được đồng loạt triển khai. Tiến độ cả 3 dự án đang được triển khai khá nhanh và đồng bộ. Các phân khu mở bán giai đoạn đầu của Hoàng Huy Green River và Hoàng Huy New City đã chuẩn bị được bàn giao cho khách hàng. - Đang khởi công phân khu cao tầng tại Hoàng Huy New City 2 có vị trí khá đắc địa. - Tình hình tài chính lành mạnh, doanh nghiệp không còn ghi nhận nợ vay sau quý 1/2026. Dòng tiền thu từ hoạt động bán hàng lớn. - Tiếp tục gom đất khi thành công đấu giá lô đất I.14 có vị trí khá đắc địa nằm ngay cạnh trung tâm hành chính mới Thủ Đức, được sử dụng để xây chung cư, có tổng mức đầu tư khoảng 6,200 tỷ đồng, và dự kiến sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ giai đoạn 2028-2029. - Trong quý 4 năm tài chính 2025, TCH đã bắt đầu bàn giao một số sản phẩm đầu tiên của dự án Hoàng Huy Green River tới khách hàng, doanh nghiệp đã ghi nhận hơn 600 tỷ đồng giá trị hàng tồn kho sẵn sàng bàn giao, NSI cho rằng TCH sẽ ghi nhận mạnh doanh thu và lợi nhuận từ việc bàn giao phân khúc thấp tầng tại 2 dự án trên trong năm tài chính 2026. Qua đó, trong năm tài chính 2026, NSI dự báo TCH sẽ ghi nhận doanh thu 8,134 tỷ đồng và 2,200 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế.
KDH	37,600 đồng/cp	- Sở hữu quỹ đất lớn bao gồm cả bất động sản dân cư và bất động sản KCN tại TP.HCM. - Triển khai một loạt các dự án quan trọng trong giai đoạn 2026-2027: Năm 2026, KDH tiếp tục triển khai Gladia và tập trung hoàn thiện pháp lý cho 3 dự án lớn, trong đó The Solina và KCN Lê Minh Xuân đã hoàn tất nghĩa vụ tài chính, còn Bình Trưng mở rộng vẫn ở giai đoạn đầu. Giai đoạn 2026-2027 được kỳ vọng là bước ngoặt khi 4 dự án đồng loạt triển khai, thúc đẩy doanh số tăng mạnh và tạo dòng tiền cho doanh nghiệp. - Tiến độ pháp lý dự án KDC Tân Tạo kỳ vọng được khơi thông sớm với việc pháp lý được khơi thông. - Dòng tiền từ mảng bất động sản KCN sẽ là nguồn bổ sung cần thiết cho KDH trong trường hợp thị trường bất động sản dân cư gặp khó khăn. NSI kỳ vọng giá cho thuê đạt 200-250 USD/m² và dự án sẽ bắt đầu đóng góp doanh thu cho KDH từ năm 2027, diện tích cho thuê trung bình 25-30 ha/năm. - NSI kỳ vọng doanh số bán hàng của KDH sẽ tăng trưởng mạnh trong 2026 và 2027 lần lượt đạt 9,100 và 10,300 tỷ đồng.

Ngành bất động sản khu công nghiệp

Triển vọng thị trường bất động sản 2026: Dòng vốn FDI quay trở lại, rủi ro thương mại dần được xóa nhòa

❖ Năm 2026, NSI kỳ vọng doanh số cho thuê đất KCN của các doanh nghiệp được niêm yết ghi nhận đà hồi phục với mức khoảng 20-30% sau năm 2025 tương đối ảm đạm. Đà hồi phục trong năm 2026 được hỗ trợ đến từ: (1) Chính sách mới mang tính đột phá của Chính phủ giúp thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao, (2) Kỳ vọng triển vọng thuế quan của Việt Nam tích cực, (3) Lĩnh vực sản xuất tiếp tục đóng vai trò đầu tàu thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam nhờ lợi thế về chi phí lao động, vị trí địa lý thuận lợi và sự tham gia sâu rộng vào các chuỗi cung ứng toàn cầu. (4) Xu hướng dịch chuyển dòng vốn quốc tế tới Việt Nam đang dần mở rộng sang các ngành công nghệ cao như bán dẫn, trung tâm dữ liệu, trí tuệ nhân tạo và thiết bị điện tử, phản ánh nỗ lực của Việt Nam trong việc nâng cấp vị thế trong chuỗi giá trị sản xuất toàn cầu.

Các yếu tố giúp thúc đẩy thị trường bất động sản KCN sản Việt Nam

Chính sách mới mang tính đột phá của Chính phủ giúp thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao với kỳ vọng Nghị quyết 10-NQ/TW kỳ vọng trở thành cú hích, thu hút dòng vốn FDI vào Việt Nam

Động lực ngắn hạn đến từ việc nới tín dụng cho ngành KCN của NHNN

Kỳ vọng triển vọng thuế quan của Việt Nam tích cực có sự ổn định trong nửa sau 2026

Dòng vốn FDI ổn định trong nửa đầu năm với đầu tàu vẫn đến từ mảng sản xuất chế biến, thúc đẩy nhu cầu cho thuê đất KCN

Xu hướng dịch chuyển dòng vốn quốc tế tới Việt Nam đang dần mở rộng sang các ngành công nghệ cao như bán dẫn, trung tâm dữ liệu, trí tuệ nhân tạo và thiết bị điện tử

Nhu cầu thuê đất diễn ra ổn định với kỳ vọng tăng trưởng 9-10% trong năm 2026

Các yếu tố gây sức ép lên thị trường

Môi trường kinh doanh kém thuận lợi hơn so với giai đoạn trước.

Rủi ro thuế quan cao hơn kỳ vọng, các mặt hàng linh kiện điện tử, công nghệ của Việt Nam chịu mức thuế lớn hơn từ Mỹ

Thời gian giải phóng mặt bằng kéo dài, chi phí giải phóng tăng cao hơn

Ngành bất động sản khu công nghiệp

1. Nghị quyết 10-NQ/TW kỳ vọng trở thành cú hích, thu hút dòng vốn FDI vào thị trường Việt Nam

- ❖ Ngày 8/6/2026, thay mặt Bộ Chính trị, Tổng Bí thư, Chủ tịch nước Tô Lâm đã ký ban hành Nghị quyết số 10-NQ/TW, đánh dấu bước chuyển quan trọng trong chiến lược thu hút và sử dụng vốn đầu tư nước ngoài của Việt Nam. **Nghị quyết thể hiện định hướng chuyển từ mục tiêu thu hút FDI dựa trên quy mô vốn sang ưu tiên chất lượng, hiệu quả, giá trị gia tăng và mức độ lan tỏa đối với nền kinh tế.** Trọng tâm của chính sách là thu hút các dự án công nghệ cao, đổi mới sáng tạo, bán dẫn, trí tuệ nhân tạo, trung tâm dữ liệu và các ngành công nghiệp chiến lược, qua đó nâng cao vị thế của Việt Nam trong chuỗi giá trị toàn cầu và tạo động lực tăng trưởng bền vững trong giai đoạn tới.
- ❖ Nghị quyết số 10-NQ/TW ngày 08/06/2026 đặt mục tiêu đưa Việt Nam trở thành điểm đến hàng đầu của dòng vốn FDI chất lượng cao, ưu tiên các lĩnh vực công nghệ cao như điện tử, bán dẫn, trí tuệ nhân tạo và đổi mới sáng tạo. Nghị quyết định hướng chuyển từ thu hút FDI theo số lượng sang chú trọng chất lượng, hiệu quả và khả năng lan tỏa tới khu vực kinh tế trong nước. Để hiện thực hóa mục tiêu này, Việt Nam sẽ tập trung hoàn thiện thể chế, phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao, nâng cấp hạ tầng, thúc đẩy liên kết doanh nghiệp trong nước với khối FDI và phát triển thị trường vốn nhằm thu hút hiệu quả cả dòng vốn đầu tư trực tiếp và gián tiếp.
- ❖ NSI nhận thấy Nghị quyết số 10-NQ/TW, cùng với các chính sách hỗ trợ đã được ban hành trước đó, nổi bật là Nghị quyết 198/2025/QH15 và Nghị định số 20/2026/NĐ-CP, cho thấy định hướng nhất quán của Việt Nam trong việc xây dựng môi trường đầu tư minh bạch, cạnh tranh và hấp dẫn nhằm thu hút dòng vốn FDI chất lượng cao. Các chính sách này không chỉ hướng tới gia tăng quy mô vốn đầu tư mà còn khuyến khích các dự án có hàm lượng công nghệ cao, giá trị gia tăng lớn và khả năng lan tỏa tới khu vực kinh tế trong nước. Trong bối cảnh đó, những nhóm ngành hưởng lợi rõ nét nhất sẽ là khu công nghiệp, ngân hàng, logistics, xây dựng hạ tầng, công nghệ và năng lượng. Đây là các lĩnh vực có mối liên hệ trực tiếp với quá trình mở rộng đầu tư của khối FDI, từ nhu cầu thuê đất công nghiệp, tài trợ vốn, vận chuyển hàng hóa đến phát triển hạ tầng kỹ thuật và cung cấp năng lượng. Đồng thời, làn sóng dịch chuyển sản xuất và xu hướng thu hút các dự án công nghệ cao cũng sẽ thúc đẩy hoạt động chuyển giao công nghệ, nâng cấp chuỗi cung ứng và tạo động lực tăng trưởng dài hạn cho các doanh nghiệp đầu ngành trong những lĩnh vực này.

Nghị quyết 10-NĐ/CP với mục tiêu hướng tới nâng cấp dòng vốn FDI

Giai đoạn 2026-2030	Mục tiêu
Thu hút vốn đầu tư nước ngoài đăng ký	200-300 tỷ USD (tương đương 40-50 tỷ USD/năm)
Vốn thực hiện	150-200 tỷ USD (tương đương 30-40 tỷ USD/năm)
Tỷ lệ FDI từ nền kinh tế phát triển	75%
Tỷ lệ nội địa hóa trung bình trong các ngành công nghiệp chủ lực	45-50%
Số lượng doanh nghiệp tham gia chuỗi giá trị nội địa hóa	10,000 doanh nghiệp trong nước tham gia chuỗi giá trị, trong đó có từ 500 – 1,000 nhà cung ứng cấp 1
KCN sinh thái	Chiếm tỷ lệ 10%
Thị trường vốn	Nâng hạng MSCI trước năm 2030
Đến 2030	Phần đầu đưa Việt Nam thuộc nhóm dẫn đầu ASEAN về môi trường đầu tư kinh doanh, năng lực cạnh tranh, đổi mới sáng tạo, chất lượng dịch vụ công và năng lực tiếp nhận các dự án đầu tư nước ngoài chất lượng cao.
Đến năm 2045	FDI chiếm 25% tổng vốn đầu tư toàn xã hội, và đóng góp 30% GDP của đất nước

Một số nội dung của Nghị định 20 kỳ vọng thu hút dòng FDI chất lượng cao

Nhóm chính sách	Nội dung
Thuế TNDN	Miễn thuế 2 năm đầu và giảm 50% trong 4 năm tiếp theo cho DN công nghệ, khởi nghiệp sáng tạo
Thuế TNCN	Miễn thuế chuyển nhượng vốn, miễn thuế 2 năm và giảm 50% cho 4 năm tiếp theo cho nhà sáng lập, nhà đầu tư và nhân sự công nghệ
Đất đai, hạ tầng	Các KCN đảm bảo bình quân 20ha hoặc 5% diện tích cho DN công nghệ tư nhân Giảm tối thiểu 30% giá thuê đất trong 5 năm đầu
Các nhóm chính sách khác	Hỗ trợ chi phí đào tạo, khấu trừ chi phí R&D lên tới 200%...

Ngành bất động sản khu công nghiệp

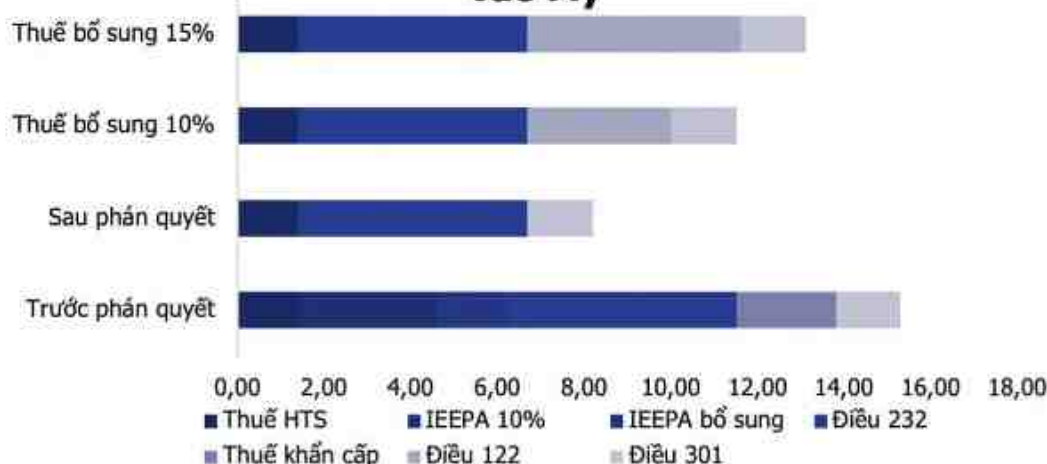
Động lực ngắn hạn đến từ việc nới tín dụng cho ngành KCN của Ngân hàng nhà nước

- ❖ Công văn 4551 được NHNN gửi tới 25 ngân hàng thương mại đã đưa ra cơ chế linh hoạt nhằm hỗ trợ thị trường bất động sản phát triển bền vững. Theo đó, từ ngày 1/1/2026 đến hết ngày 31/12/2026, các tổ chức tín dụng sẽ không phải tính phần dư nợ cho vay tăng thêm đối với nhà ở xã hội, khu công nghiệp và khu chế xuất vào tổng dư nợ tín dụng bất động sản khi xem xét mức tăng trưởng của lĩnh vực này. Công văn 4551 được ban hành giúp cởi trói dòng vốn tín dụng chảy vào một số phân khúc bất động sản sau khi NHNN đưa ra những chỉ đạo nhằm kiểm soát chặt hơn tăng trưởng tín dụng đối với ngành bất động sản trong 2026 trong công văn 11686.
- ❖ Động thái này diễn ra trong bối cảnh dòng vốn đang quay trở lại mạnh mẽ với thị trường địa ốc, phản ánh chủ trương của NHNN với mục tiêu định hướng dòng vốn tín dụng chảy vào phân khúc bất động sản với nhu cầu ở thực, sản xuất trong khi hoạt động đầu cơ tiếp tục sẽ được kiểm soát chặt chẽ.
- ❖ **NSI cho rằng ngành bất động sản KCN sẽ hưởng lợi trực tiếp trong ngắn hạn: Các doanh nghiệp BĐS KCN thường cần nguồn vốn vay lớn ở giai đoạn đầu để đền bù, giải phóng mặt bằng và làm hạ tầng kỹ thuật. Khi dòng vốn ngân hàng được nới lỏng, áp lực vốn đầu tư được giảm bớt, qua đó tiến độ bàn giao quỹ đất sạch cho các đối tác FDI sẽ được đẩy nhanh. Chúng tôi cho rằng các doanh nghiệp đang có dự án triển khai thực tế hiện tại sẽ được hưởng lợi lớn nhất từ chính sách này.**

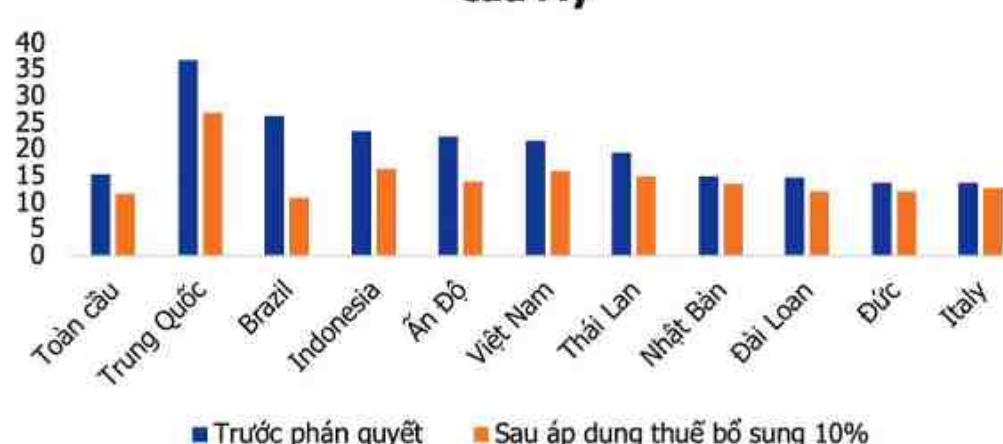
Chủ đầu tư	Dự án	Khu vực	Quy mô (ha)	Tiến độ triển khai
BCM	KCN Hải Long giai đoạn 1 (VSIP)	Ninh Bình	180	Đang thi công
	KCN VSIP Hà Tĩnh	Hà Tĩnh	190	Đang thi công
	KCN Cây Trường	Tp.HCM	700	Đang thi công
KBC	KCN Lộc Giang	Tây Ninh	466	Đang giải phóng mặt bằng
	KCN Tân Tập	Tây Ninh	654	Đang giải phóng mặt bằng
SZC	KCN Châu Đức (phần diện tích còn lại)	Tp.HCM	2,287	Đang thi công, đang giải phóng nốt 100 ha còn lại
SIP	KCN Long Đức giai đoạn 2	Đồng Nai	294	Đang giải phóng mặt bằng
IDC	KCN Tân Phước 1	Đồng Tháp	470	Đang thi công
	KCN Vinh Quang giai đoạn 1	Hải Phòng	226	Đang Thi công
	KCN Mỹ Xuân B1 mở rộng	Tp.HCM	110	Đang giải phóng mặt bằng

2. Câu chuyện thuế quan rõ ràng hơn khiến những lợi thế về chi phí của Việt Nam trở nên nổi bật

Thuế suất trung bình hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ



Thuế quan trung bình 10 đối tác lớn nhất của Mỹ

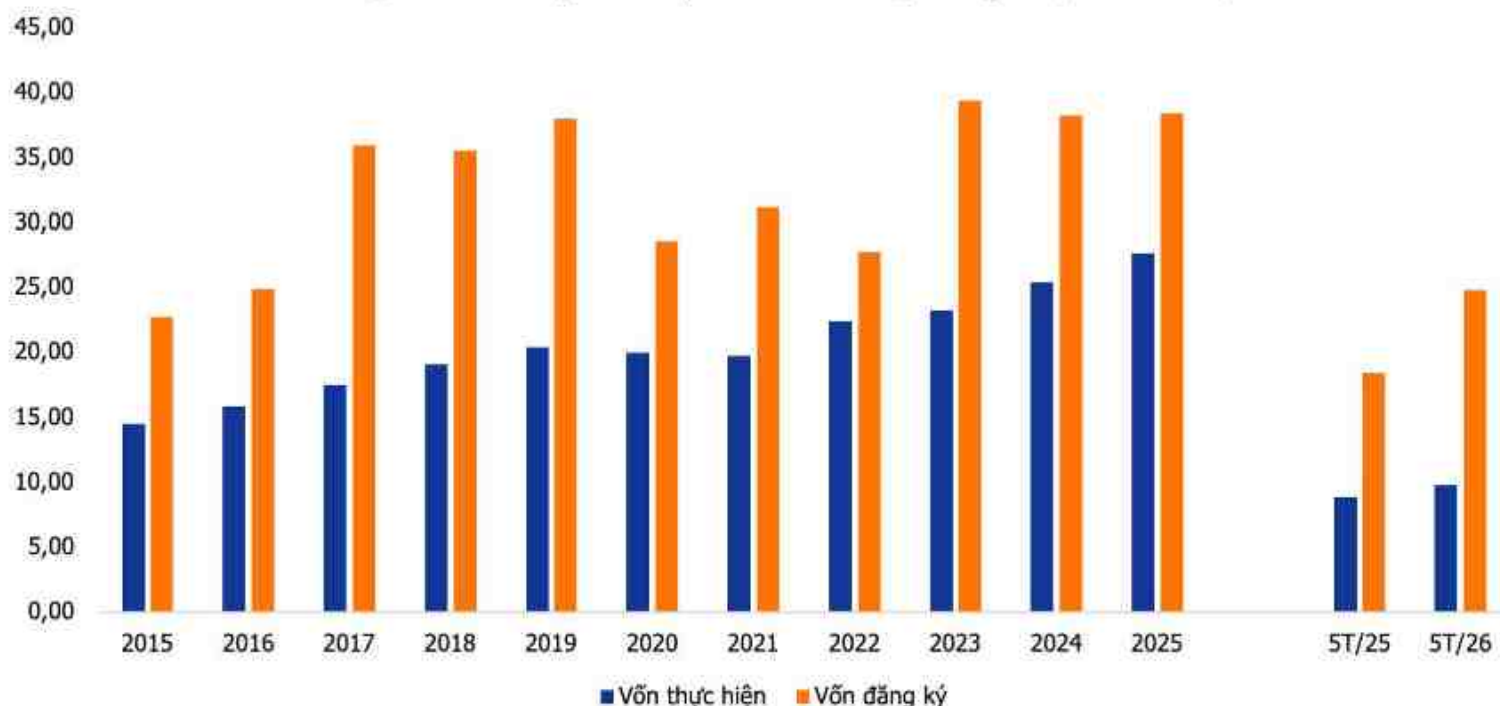


Ngày 20/2/2026, Tòa án Tối cao Mỹ đã bác bỏ việc sử dụng Đạo luật Quyền hạn Kinh tế Khẩn cấp Quốc tế (IEEPA) của Tổng Thống Donald Trump làm cơ sở pháp lý để áp thuế diện rộng, qua đó đặt ra giới hạn đối với thẩm quyền hành pháp trong chính sách thương mại. Ngay sau đó, Donald Trump chuyển sang áp dụng Section 122 của Đạo luật Thương mại năm 1974 để ban hành mức thuế đối ứng toàn cầu 10%. Tuy nhiên, theo quy định, công cụ này chỉ cho phép duy trì thuế trong tối đa 150 ngày, trừ khi được gia hạn bằng cơ sở pháp lý khác. Điều khoản 122 sẽ hết hiệu lực vào ngày 24/07/2026, trong nửa sau 2026, Mỹ có thể đưa ra những thỏa thuận thuế mới, hoặc áp mức thuế vào các ngành cụ thể đối với từng quốc gia theo Điều khoản 301 theo điều tra của Văn phòng Đại diện Thương mại Hoa Kỳ (USTR). Tuy nhiên NSI kỳ vọng, câu chuyện thuế quan trong nửa sau 2026 sẽ không có quá nhiều biến động. Mặc dù các ngành điện tử bán dẫn của Việt Nam có thể chịu ảnh hưởng nếu Mỹ áp dụng mức thuế theo điều khoản 301, tuy nhiên rủi ro leo thang không quá lớn khi Việt Nam cũng đang làm việc tích cực với USTR.

Ngành bất động sản khu công nghiệp

3. Dòng vốn FDI ổn định trong nửa đầu năm với đầu tàu vẫn đến từ mảng sản xuất chế biến, thúc đẩy nhu cầu cho thuê đất KCN

Dòng vốn FDI ghi nhận xu hướng tăng mạnh trở lại



❖ Ngoài các lợi thế về chi phí, môi trường chính trị... Mạng lưới các hiệp định thương mại tự do thế hệ mới, như CPTPP, EVFTA, RCEP tiếp tục là lợi thế quan trọng giúp doanh nghiệp FDI đặt cơ sở sản xuất tại Việt Nam để tiếp cận các thị trường lớn. NSI kỳ vọng tăng trưởng vốn đăng ký trong năm 2026 của Việt Nam sẽ đạt mức 9-10%, đưa tổng số vốn đăng ký trong năm 2026 vượt mức 40 tỷ USD.

- ❖ NSI nhận thấy dòng vốn FDI vào Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực, khẳng định vị thế là một trong những điểm đến hưởng lợi lớn từ xu hướng dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu, chiến lược đa dạng hóa địa điểm sản xuất. Môi trường chính trị ổn định, chi phí cạnh tranh, cùng định hướng thu hút FDI chất lượng cao đang giúp Việt Nam gia tăng sức hấp dẫn trong mắt các nhà đầu tư quốc tế.
- ❖ Trong 5 tháng đầu năm 2026, tổng vốn FDI đăng ký đạt 24.81 tỷ USD, tăng 34.9% so với cùng kỳ, trong đó ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục giữ vai trò động lực chính với 15.01 tỷ USD, chiếm 59% trong cơ cấu tổng vốn đăng ký và tăng 44% so với cùng kỳ. Điều này cho thấy Việt Nam vẫn là lựa chọn ưu tiên của các doanh nghiệp sản xuất toàn cầu trong bối cảnh tái cấu trúc chuỗi cung ứng đang diễn ra mạnh mẽ.
- ❖ Đáng chú ý, vốn FDI giải ngân đạt 9.75 tỷ USD, tăng 9.6% và ghi nhận mức tăng trưởng cao nhất trong 5 năm gần đây, phản ánh chất lượng dòng vốn được cải thiện không chỉ ở quy mô cam kết mà còn ở khả năng triển khai thực tế. Bên cạnh đó, dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực bán dẫn tăng 35%, cho thấy Việt Nam đang từng bước dịch chuyển từ vai trò trung tâm sản xuất truyền thống sang tham gia sâu hơn vào các ngành công nghệ cao và có giá trị gia tăng lớn.
- ❖ NSI cho rằng xu hướng này sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng cho các ngành khu công nghiệp, logistics, hạ tầng, năng lượng và trung tâm dữ liệu trong trung và dài hạn.

Cơ cấu ngành trong vốn đăng ký FDI



* Nguồn: NSI tổng hợp

Ngành bất động sản khu công nghiệp

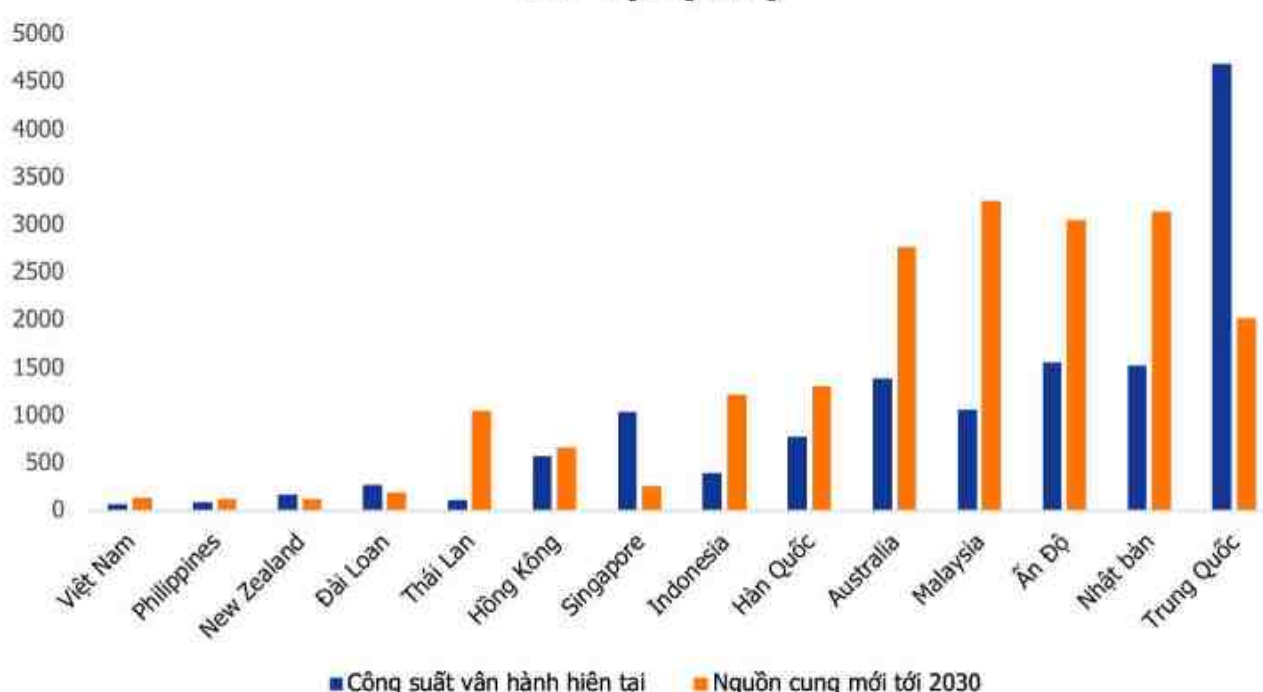
4. Xu hướng dịch chuyển dòng vốn quốc tế tới Việt Nam đang dần mở rộng sang các ngành công nghệ cao như bán dẫn, trung tâm dữ liệu, trí tuệ nhân tạo và thiết bị điện tử

- ❖ Bên cạnh các lĩnh vực công nghệ cao và sản xuất thiết bị điện tử, NSI đánh giá trung tâm dữ liệu (Data Center) là một trong những lĩnh vực còn nhiều dư địa tăng trưởng tại Việt Nam. So với các thị trường phát triển trong khu vực như Singapore, Malaysia hay Indonesia, quy mô hạ tầng trung tâm dữ liệu của Việt Nam vẫn còn ở mức khiêm tốn trong khi nhu cầu lưu trữ và xử lý dữ liệu đang tăng nhanh cùng quá trình chuyển đổi số và ứng dụng AI.
- ❖ Việt Nam sở hữu nhiều lợi thế cạnh tranh để thu hút dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực này, bao gồm chi phí xây dựng và vận hành tương đối thấp, quỹ đất phát triển còn dồi dào, nguồn nhân lực công nghệ thông tin ngày càng chất lượng và giá thuê đất công nghiệp vẫn cạnh tranh so với nhiều quốc gia trong khu vực.

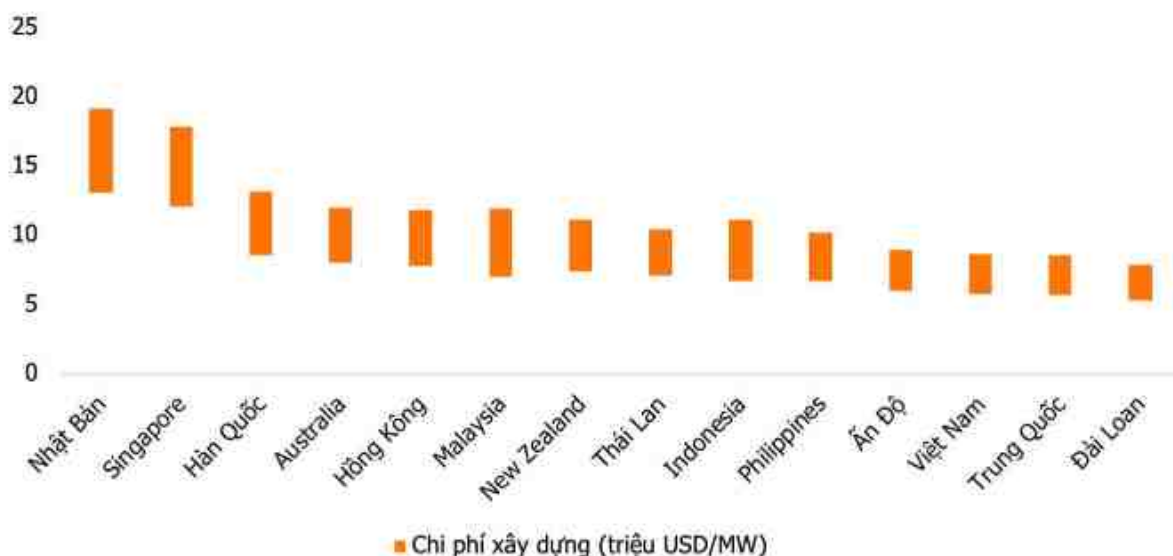
NSI đánh giá trung tâm dữ liệu (Data Center) là một trong những lĩnh vực hạ tầng sở hữu tiềm năng nhất tại Việt Nam trong giai đoạn tới.

Theo JLL, tổng công suất trung tâm dữ liệu đang vận hành tại hai thị trường lớn nhất là Hà Nội và TP.HCM hiện mới đạt khoảng 73 MW, thấp hơn đáng kể so với nhiều trung tâm dữ liệu trong khu vực. Trong khi đó, nguồn cung dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 137 MW đến năm 2030, tương đương gần gấp ba lần quy mô hiện tại, cho thấy thị trường đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ.

Tổng công suất của các trung tâm dữ liệu tại một số khu vực (MW)



Chi phí xây dựng (triệu USD/MW)



Lợi thế quan trọng giúp Việt Nam thu hút đầu tư vào lĩnh vực trung tâm dữ liệu là chi phí xây dựng tương đối cạnh tranh so với nhiều quốc gia trong khu vực.

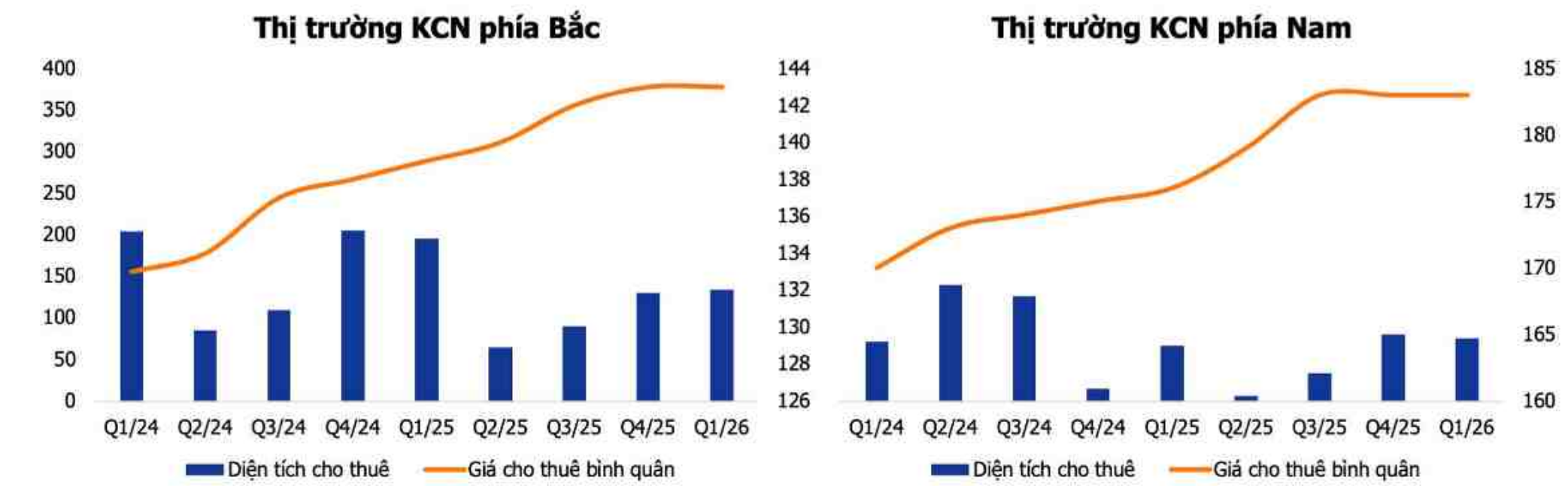
Theo JLL, chi phí phát triển trung tâm dữ liệu tại Việt Nam hiện dao động khoảng 5.7 – 8.7 triệu USD/MW, thấp hơn đáng kể so với các thị trường phát triển như Singapore, Nhật Bản hay một số quốc gia cùng khu vực Đông Nam Á. Lợi thế về chi phí đầu tư ban đầu, cùng với quỹ đất còn dồi dào và nhu cầu dữ liệu đang tăng trưởng nhanh, giúp Việt Nam trở thành điểm đến hấp dẫn đối với các nhà vận hành trung tâm dữ liệu và các tập đoàn công nghệ toàn cầu đang tìm kiếm địa điểm mở rộng hạ tầng số tại Đông Nam Á.

Khi Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh thu hút FDI vào các ngành công nghệ cao và hạ tầng số, trung tâm dữ liệu sẽ trở thành một trong những phân khúc hưởng lợi lớn nhất. Không chỉ thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp, lĩnh vực này còn tạo động lực cho các ngành liên quan như điện năng, bất động sản công nghiệp, viễn thông và xây dựng hạ tầng kỹ thuật, qua đó hình thành một hệ sinh thái công nghệ có giá trị gia tăng cao trong dài hạn.

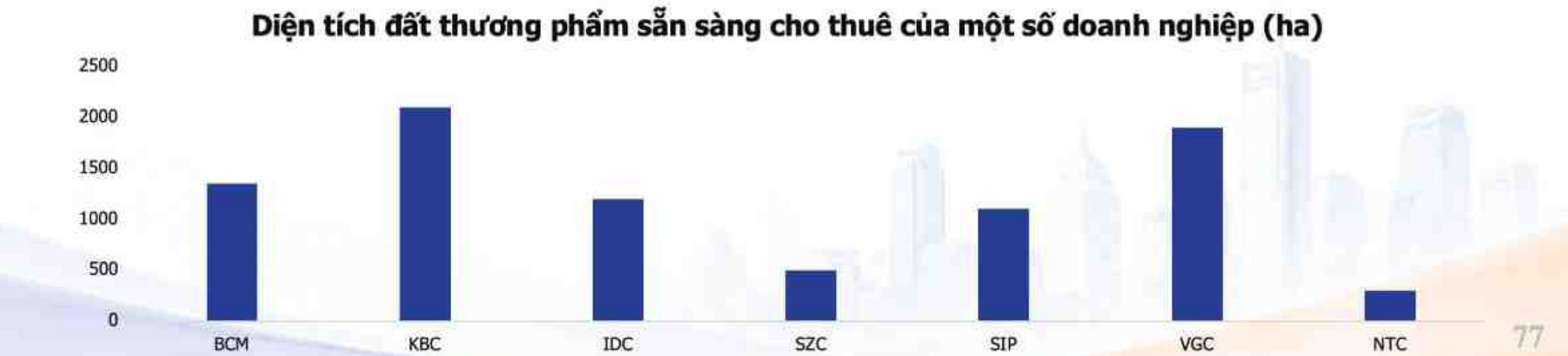
Làn sóng FDI mới hướng tới Việt Nam

Doanh nghiệp, đối tác	Quốc gia	Ngành	Vốn đầu tư	KCN
Hathor, Frontier và Evolution Data Centres	Singapore	Trung tâm dữ liệu	508 triệu USD	khu công nghệ cao TP.HCM
Starmason	Singapore	Trung tâm dữ liệu	450 triệu USD	khu công nghệ cao TP.HCM
Accelerated Infrastructure Capital	Anh	Trung tâm dữ liệu	2.1 tỷ USD	KCN Tân Phú Trung
POSCO Future M	Hàn Quốc	Sản xuất Pin	282 triệu USD	KCN Sông Công 2
BYD	Trung Quốc	Điện tử	479 triệu USD	KCN Phú Hà
Create Capital Vietnam, Haimaker.ai và liên doanh Vietnam Data Gen	Liên danh	Trung tâm dữ liệu	200 triệu USD cho giai đoạn 1	Khu Công nghệ cao Đà Nẵng
Meiko	Nhật Bản	Điện tử	500 triệu USD	KCN Yên Quang

5. Sức hấp dẫn của thị trường tiếp tục được thể hiện trong quý 1/2026



- ❖ Theo CBRE, trong quý 1/2026, thị trường phía Bắc ghi nhận doanh số cho thuê đất KCN khoảng 134 ha, trong khi thị trường miền nam ghi nhận gần 60 ha diện tích cho thuê. Trong khi đó giá cho thuê tại cả 2 khu vực đều ghi nhận sự ổn định trong quý đầu năm, đạt trung bình 143 USD/m2 tại miền Bắc và 183 USD/m2 tại khu vực miền Nam.
- ❖ NSI kỳ vọng giá cho thuê tại cả 2 khu vực sẽ tiếp tục duy trì sự ổn định trong khi doanh số cho thuê đất trong 2026 sẽ ghi nhận đà tăng trưởng 10-20% so với 2025. Đối với các doanh nghiệp khu công nghiệp niêm yết, NSI duy trì quan điểm tích cực về triển vọng tăng trưởng dài hạn. Nhiều doanh nghiệp hiện sở hữu quỹ đất thương phẩm sẵn sàng cho thuê quy mô lớn, tập trung tại các địa phương có lợi thế thu hút FDI và hưởng lợi từ hạ tầng giao thông ngày càng hoàn thiện.



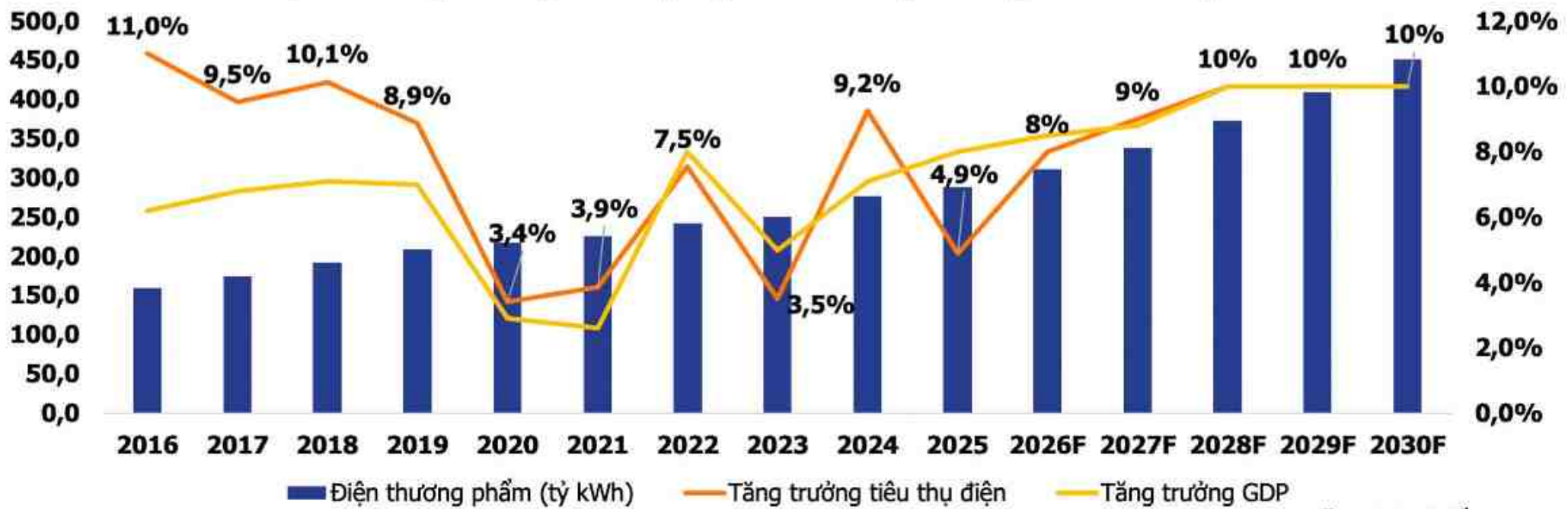
* Nguồn: CBRE, NSI tổng hợp

- ❖ Đối với thị trường chứng khoán, kỳ vọng nhóm cổ phiếu bất động sản khu công nghiệp sẽ ghi nhận diễn biến phân hóa trong thời gian tới.
- ❖ Mặc dù triển vọng ngành tiếp tục được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI tích cực và nhu cầu mở rộng sản xuất của các doanh nghiệp quốc tế, lợi ích sẽ không được phân bổ đồng đều giữa các doanh nghiệp mà phụ thuộc chủ yếu vào chất lượng quỹ đất, tiến độ pháp lý và khả năng đưa sản phẩm ra thị trường.
- ❖ NSI duy trì quan điểm tích cực đối với các doanh nghiệp sở hữu quỹ đất thương phẩm lớn, đã hoàn thiện hạ tầng và sẵn sàng bàn giao trong giai đoạn 2026-2028, đặc biệt tại các khu vực thu hút FDI trọng điểm như Hà Nội, TP.HCM và các thị trường cấp 1 có nhu cầu thuê đất cao gồm Hưng Yên, Hải Phòng và Bình Dương. Đây là những địa phương sở hữu lợi thế về hạ tầng giao thông, kết nối logistics, nguồn lao động và khả năng tiếp nhận các dự án FDI quy mô lớn trong lĩnh vực sản xuất, công nghệ cao và logistics. Ngược lại, các doanh nghiệp có quỹ đất hạn chế, tiến độ mở rộng chậm hoặc gặp vướng mắc pháp lý có thể sẽ khó tận dụng hiệu quả làn sóng đầu tư mới, dẫn tới sự phân hóa về kết quả kinh doanh và diễn biến giá cổ phiếu trong trung và dài hạn.

Cổ phiếu	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
KBC	39,000	▪ KBC sở hữu quỹ KCN trải dài trên cả ba miền, với tổng cộng khoảng 8,000 ha diện tích đất công nghiệp. Các dự án trọng điểm tập trung tại Bắc Ninh, Hưng Yên, Hải Phòng (miền Bắc) và Long An (cũ), TP.HCM (miền Nam) — những địa phương có vị trí chiến lược, hạ tầng cảng biển thuận lợi và thu hút FDI mạnh, đặc biệt trong lĩnh vực công nghệ cao và điện tử. ▪ Trong năm 2025, KBC được chấp thuận chủ trương đầu tư thêm 7 KCN và một số dự án KĐT mới, gồm KCN Trảng Duệ 3, Kim Thành 2 (GD1), Quế Võ 2 mở rộng, Phú Bình, Sông Hậu 2, Bình Giang, cùng KĐT Trảng Cát, khu phức hợp Trump International. Việc liên tục mở rộng quỹ đất quy mô lớn tạo nền tảng quan trọng cho tăng trưởng dài hạn của KBC. ▪ Động lực trung và dài hạn mảng KCN đến từ KCN Phú Bình, KCN Trảng Duệ 3, Quế Võ mở rộng. Trong khi đó, cụm công nghiệp Hưng Yên, KCN Nam Sơn Hạp Lĩnh và KCN Tân Phú Trung giúp đảm bảo nguồn thu trong ngắn hạn. Khu đô thị trảng cát là dự án trọng điểm đóng góp doanh thu lớn cho KBC kể từ cuối 2026. ▪ NSI kỳ vọng trong năm 2026, KBC sẽ bàn giao khoảng 145 ha đất KCN từ các dự án Trảng Duệ, Quế Võ 2 mở rộng và phần còn lại tại CCN Hưng Yên... Bên cạnh đó, mảng khu đô thị được kỳ vọng tăng tốc giai đoạn 2026–2027 nhờ mở bán KĐT Trảng Cát trong năm 2026 và tái khởi động KĐT Phúc Ninh năm 2027, với khoảng 15 ha đất KĐT có thể được chuyển nhượng trong năm 2026. Trên cơ sở đó, NSI dự báo doanh thu năm 2026 của KBC đạt khoảng 9,600 tỷ đồng và LNST khoảng 2,490 tỷ đồng.
VGC	40,000	▪ Sở hữu quỹ đất lớn, hiện tại VGC đang sở hữu 19 KCN với tổng diện tích 5,500 ha, trong đó diện tích thương phẩm ước tính khoảng 1,800 ha. NSI kỳ vọng VGC sẽ cho thuê trung bình 180-200 ha diện tích đất mỗi năm trong vòng 5 năm tới. ▪ Trong năm 2026, VGC tiếp tục được chấp thuận đầu tư thêm 3 KCN bao gồm Green One 259ha (Hưng Yên); Tây Phố Yên 499ha (Thái Nguyên); Phù Ninh 278ha (Phú Thọ), đảm bảo không gian phát triển trong dài hạn. ▪ Doanh số mở bán tích cực trong 4T2026, cụ thể theo thông tin từ ban lãnh đạo, VGC đã ghi nhận doanh số khoảng 11 ha tại các KCN Sông Công, KCN số 1 và một số dự án khác. VGC kỳ vọng bàn giao khoảng 150 ha diện tích đất trong năm 2026, cao hơn 125 ha kế hoạch đề ra. ▪ NSI kỳ vọng mảng vật liệu xây dựng sẽ ghi nhận đà hồi phục trong năm 2026 với mức doanh thu tăng trưởng 20% đạt gần 10,000 tỷ đồng nhờ hưởng lợi kép từ chính sách thuế chống bán phá giá kính xây dựng và hoạt động tái cấu trúc bộ máy, tối ưu hóa chi phí. ▪ NSI kỳ vọng, năm 2026, doanh thu của VGC đạt 15,800 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 1,800 tỷ đồng (+28% yoy).

NHU CẦU TĂNG CAO, NHIỆT ĐIỆN ĐANG DẪN TRỞ LẠI LÀM TÂM ĐIỂM

Dự báo tăng trưởng tiêu thụ điện so với tăng trưởng GDP của Việt Nam



Nguồn: EVN, NSI tổng hợp

Nhu cầu điện của Việt Nam đang bước vào giai đoạn tăng trưởng cao trở lại cùng với sự phục hồi của nền kinh tế. Sau khi tăng trưởng điện thương phẩm chậm lại trong giai đoạn 2022-2024 do hoạt động sản xuất suy giảm và nhu cầu xuất khẩu yếu, năm 2026 ghi nhận tín hiệu cải thiện rõ nét khi sản lượng điện tiêu thụ tăng tốc ngay từ những tháng đầu năm.

Theo số liệu cập nhật đến cuối tháng 5/2026, sản lượng điện tiêu thụ toàn quốc tăng khoảng 8,3% so với cùng kỳ, cao hơn đáng kể mức tăng 6,5% của quý I. Trong đó, khu vực miền Bắc tiếp tục là động lực chính với mức tăng trưởng trên 11%, phản ánh sự phục hồi mạnh mẽ của các ngành sản xuất điện tử, cơ khí và chế biến chế tạo – những lĩnh vực có cường độ sử dụng điện lớn. Cùng với đó, thời tiết nắng nóng kéo dài khiến nhu cầu điện dân dụng tăng cao hơn so với cùng kỳ năm trước.

Đáng chú ý, tốc độ tăng trưởng điện năng vẫn duy trì cao hơn tốc độ tăng trưởng GDP. Điều này cho thấy quá trình công nghiệp hóa và mở rộng năng lực sản xuất tại Việt Nam vẫn đang diễn ra mạnh mẽ, đặc biệt trong bối cảnh dòng vốn FDI tiếp tục hướng vào các lĩnh vực công nghệ cao, bán dẫn và sản xuất xuất khẩu. Đây là nhóm ngành có mức tiêu thụ điện lớn và yêu cầu nguồn cung điện ổn định trong dài hạn.

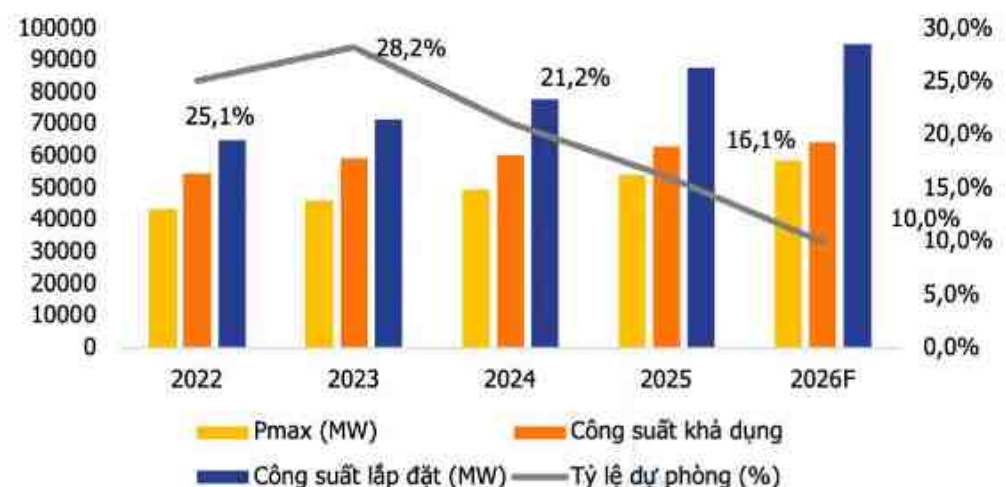
Chúng tôi cho rằng nhu cầu điện trong nửa cuối năm 2026 sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực nhờ ba động lực chính:

- (1) hoạt động sản xuất công nghiệp tiếp tục phục hồi cùng chu kỳ tăng trưởng kinh tế,
- (2) dòng vốn FDI duy trì khả quan khi Việt Nam tiếp tục là điểm đến hấp dẫn trong chiến lược dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu và
- (3) nhu cầu điện sinh hoạt tăng cao dưới tác động của điều kiện thời tiết bất lợi.

NSI Research kỳ vọng sản lượng điện thương phẩm năm 2026 có thể tăng khoảng 8-9% so với năm trước, cao hơn mức tăng trưởng trung bình của giai đoạn 2022-2025. Trong bối cảnh nhiều dự án nguồn điện mới vẫn đang chậm tiến độ, nhu cầu điện tăng nhanh sẽ tiếp tục tạo áp lực lên hệ thống điện quốc gia, đồng thời mở ra triển vọng tích cực hơn cho các doanh nghiệp phát điện trong giai đoạn tới.



Tỷ lệ dự phòng sụt giảm, hiện hữu rủi ro thiếu điện



Nguồn: EVN, NSI tổng hợp

Bên cạnh sự gia tăng của nhu cầu tiêu thụ điện, chúng tôi cũng lưu ý rằng áp lực đảm bảo nguồn cung điện đang có xu hướng gia tăng **khi tốc độ bổ sung nguồn điện mới chưa theo kịp đà tăng trưởng phụ tải**. Theo kế hoạch vận hành hệ thống điện năm 2026, sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống dự kiến đạt khoảng 350 tỷ kWh, tăng 8,5% so với năm trước. Mặc dù quy mô nguồn cung vẫn đủ đáp ứng nhu cầu điện thương phẩm dự kiến khoảng 310-315 tỷ kWh, dư địa an toàn của hệ thống đang dần thu hẹp khi nhiều dự án nguồn điện lớn tiếp tục chậm tiến độ.

Điều này được phản ánh qua tỷ lệ dự phòng công suất của hệ thống điện, dự kiến giảm từ mức 28% năm 2023 xuống khoảng 10% trong năm 2026. Mức dự phòng thấp hơn đồng nghĩa hệ thống sẽ nhạy cảm hơn với các biến động về thời tiết, sự cố kỹ thuật hoặc nhu cầu phụ tải tăng đột biến trong các giai đoạn cao điểm. Do đó, dù chưa đối mặt với nguy cơ thiếu điện trên diện rộng, rủi ro thiếu điện cục bộ trong mùa khô hoặc tại một số khu vực vẫn hiện hữu nếu nhu cầu tăng cao hơn dự kiến hoặc các nguồn điện huy động thấp hơn kế hoạch.

EL NINO TRỞ LẠI, NHIỆT ĐIỆN HƯỞNG LỢI TỪ GIÁ ĐIỆN VÀ SẢN LƯỢNG HUY ĐỘNG

Trong những tháng đầu năm 2026, xu hướng dịch chuyển cơ cấu huy động điện đã bắt đầu xuất hiện rõ nét. Trong Q1/2026, sản lượng điện huy động từ nhiệt điện than đạt 30.6 tỷ kWh, tăng 36% so với cùng kỳ và nâng tỷ trọng đóng góp lên khoảng 40% tổng sản lượng điện sản xuất toàn hệ thống. Ngược lại, sản lượng thủy điện chỉ đạt 16.1 tỷ kWh, giảm khoảng 9% YoY và tỷ trọng giảm còn 21%.

Diễn biến trên phản ánh hai yếu tố.

- Thứ nhất, nhu cầu phụ tải tăng mạnh trong các tháng cao điểm đầu năm khiến hệ thống phải gia tăng huy động các nguồn điện nền.
- Thứ hai, điều kiện thủy văn không còn thuận lợi như cùng kỳ năm trước khiến sản lượng thủy điện suy giảm. Trong bối cảnh xác suất El Nino tiếp tục gia tăng từ cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng xu hướng này có thể tiếp tục kéo dài trong các quý tới.

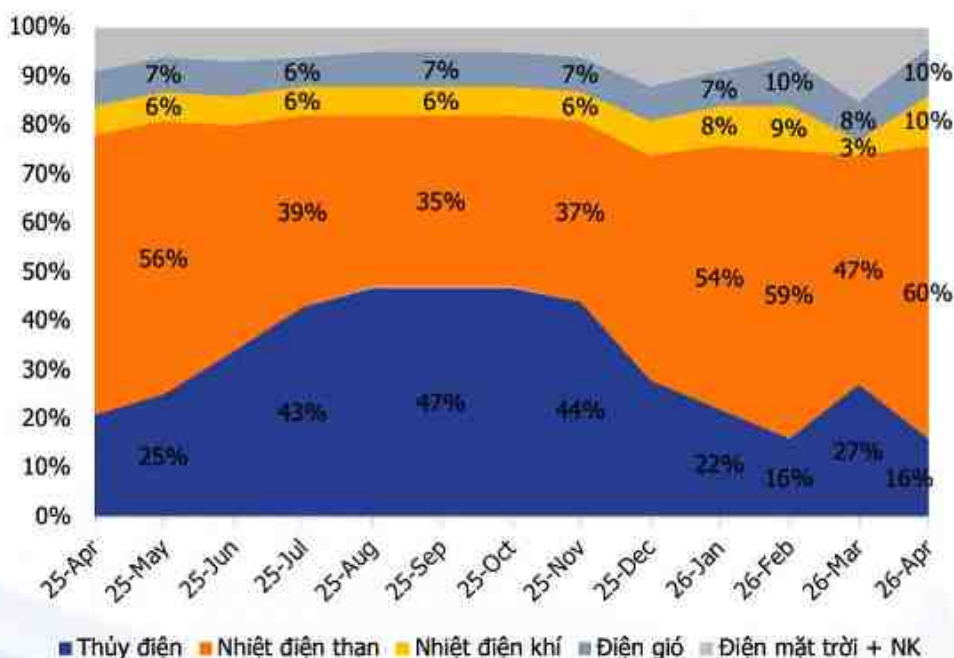
Theo kế hoạch vận hành hệ thống điện, sản lượng nhiệt điện than năm 2026 có thể đạt khoảng 180.7 tỷ kWh, tăng 23.5% so với năm trước, trong khi sản lượng thủy điện dự kiến giảm gần 20% xuống còn khoảng 86 tỷ kWh. Điều này cho thấy nhiệt điện sẽ tiếp tục đóng vai trò nguồn điện chủ lực trong việc đảm bảo cung ứng điện cho nền kinh tế trong giai đoạn tới.

Triển vọng giá CGM trung bình



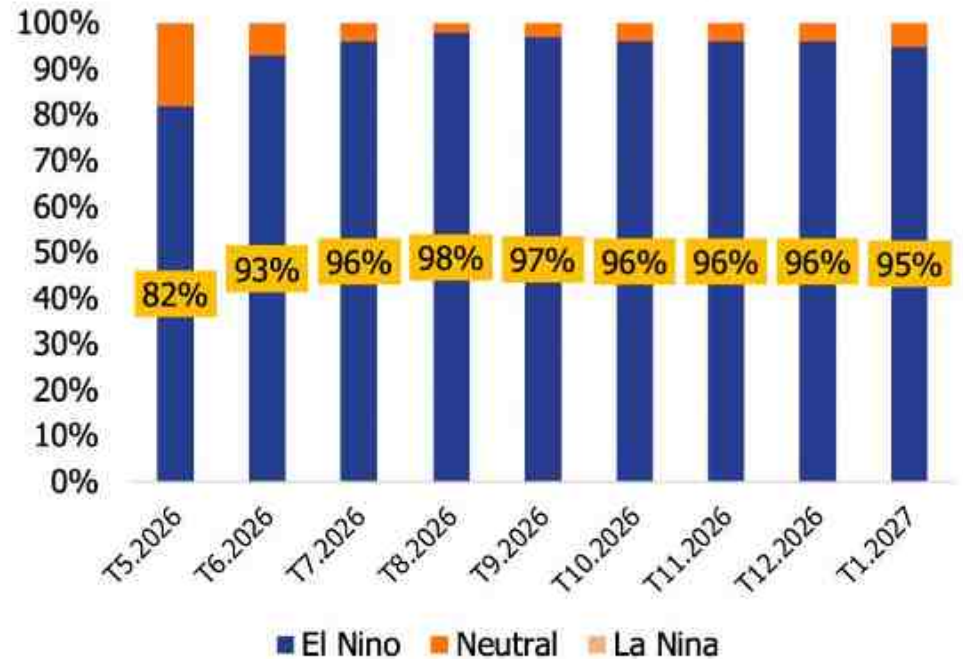
Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, NSI dự báo

% Sản lượng điện theo nguồn



Nguồn: Bộ Công Thương, EVN, NSI dự báo

Xác suất các điều kiện thời tiết (GB T5.2026-T1.2027)



Nguồn: Viện Nghiên cứu Quốc tế về Khí hậu và Xã hội

Việc gia tăng huy động nhiệt điện không chỉ tác động đến cơ cấu nguồn điện mà còn tạo điều kiện cho mặt bằng giá điện trên thị trường phát điện cạnh tranh (CGM) cải thiện.

Trong giai đoạn 2024-2025, giá CGM chịu áp lực do điều kiện thủy văn thuận lợi giúp thủy điện được huy động ở mức cao. Với đặc điểm chi phí biên thấp, thủy điện thường kéo mặt bằng giá điện thị trường xuống khi tỷ trọng huy động gia tăng.

Tuy nhiên, bức tranh này đang dần thay đổi trong năm 2026. Khi sản lượng thủy điện suy giảm và hệ thống phải huy động nhiều hơn các nguồn điện nền như nhiệt điện than và khí, chi phí phát điện cận biên của hệ thống có xu hướng tăng lên, qua đó hỗ trợ mặt bằng giá điện trên thị trường cạnh tranh. Thực tế, giá CGM bình quân trong 4 tháng đầu năm 2026 đã đạt khoảng 1,401 đồng/kWh, tăng 9% so với cùng kỳ và tương đương 120% so với mức dự báo trung bình cho cả năm.

Chúng tôi cho rằng mặt bằng giá điện thị trường sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi ba yếu tố chính trong giai đoạn tới:

- Thứ nhất, nhu cầu tiêu thụ điện duy trì tốc độ tăng trưởng cao nhờ hoạt động sản xuất công nghiệp phục hồi mạnh mẽ.
- Thứ hai, hiện tượng El Nino được dự báo xuất hiện sớm hơn kỳ vọng, làm gia tăng khả năng suy giảm huy động thủy điện trong nửa cuối năm.
- Thứ ba, giá nhiên liệu đầu vào, đặc biệt là than, vẫn duy trì ở mức cao, qua đó đẩy chi phí phát điện cận biên của hệ thống lên cao hơn.

Theo đó, giá CGM bình quân năm 2026 được kỳ vọng đạt khoảng 1,205 đồng/kWh, tăng khoảng 35% so với năm trước. Đáng chú ý, xu hướng này nhiều khả năng không chỉ diễn ra trong năm 2026 mà còn có thể kéo dài sang năm 2027 khi xác suất El Nino tiếp tục duy trì ở mức cao trong khi hiện tượng La Nina được dự báo xuất hiện muộn hơn so với các dự báo trước đây.

Đối với các doanh nghiệp nhiệt điện tham gia thị trường phát điện cạnh tranh, sự cải thiện của giá CGM có ý nghĩa đặc biệt quan trọng khi tác động trực tiếp đến doanh thu và biên lợi nhuận. Kết hợp với triển vọng sản lượng huy động tiếp tục gia tăng trong bối cảnh thủy điện suy giảm, chúng tôi cho rằng nhóm nhiệt điện được kỳ vọng sẽ là nhóm hưởng lợi rõ nét nhất từ chu kỳ phục hồi của giá điện thị trường trong giai đoạn 2H2026-2027.

QUY HOẠCH ĐIỆN VII ĐIỀU CHỈNH: MỞ RỘNG DƯ ĐỊA TĂNG TRƯỞNG DÀI HẠN

Trong khi triển vọng ngành điện giai đoạn 2H2026 được hỗ trợ bởi nhu cầu điện tăng cao và sự phục hồi của nhóm nhiệt điện, động lực tăng trưởng dài hạn của ngành vẫn đến từ nhu cầu đầu tư mạnh mẽ vào hệ thống nguồn điện nhằm đáp ứng tốc độ tăng trưởng phụ tải trong nhiều năm tới. Quy hoạch điện VIII điều chỉnh tiếp tục khẳng định ngành điện là một trong những lĩnh vực cần lượng vốn đầu tư lớn nhất của nền kinh tế trong giai đoạn đến năm 2030.

Theo quy hoạch mới, tổng công suất nguồn điện của Việt Nam sẽ tiếp tục tăng mạnh trong những năm tới nhằm đáp ứng mục tiêu tăng trưởng kinh tế cao và quá trình công nghiệp hóa. Cơ cấu nguồn điện cũng có sự thay đổi đáng kể khi giảm dần tỷ trọng nhiệt điện than, đồng thời gia tăng tỷ trọng điện khí LNG và năng lượng tái tạo. Đây được xem là hướng đi phù hợp nhằm đảm bảo cân bằng giữa mục tiêu an ninh năng lượng, tăng trưởng kinh tế và yêu cầu giảm phát thải trong dài hạn.

Trong đó, điện khí LNG được xác định là nguồn điện chuyển tiếp quan trọng nhờ khả năng cung cấp công suất nền ổn định và linh hoạt hơn so với các nguồn năng lượng tái tạo. Nhiều dự án quy mô lớn như Nhơn Trạch 3 & 4, Long Sơn LNG, Hải Phòng LNG hay Quảng Ninh LNG đang được triển khai và được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc bổ sung nguồn cung điện cho hệ thống trong giai đoạn tới. Bên cạnh đó, điện gió và điện mặt trời tiếp tục được ưu tiên phát triển nhằm tận dụng tiềm năng tự nhiên và giảm sự phụ thuộc vào nhiên liệu hóa thạch.

Đơn vị: MW	2025	2030 Kịch bản cơ sở	2030 Kịch bản tích cực
Nhiệt điện than	28,100	31,055	31,055
Nhiệt điện khí trong nước	9,300	10,861	14,930
Nhiệt điện khí LNG	1,600	22,524	22,524
Thủy điện	24,640	33,294	34,667
Điện gió, trên bờ, gần bờ	6,292	26,066	38,029
Điện gió ngoài khơi	0	6,000	6,000
Điện mặt trời	16,663	46,459	73,416

Tuy nhiên, thách thức lớn nhất của ngành điện không nằm ở quy hoạch mà nằm ở khả năng thực thi. Thực tế những năm gần đây cho thấy nhiều dự án nguồn điện liên tục chậm tiến độ do vướng mắc về thủ tục pháp lý, giải phóng mặt bằng, thu xếp vốn và đầu tư hạ tầng truyền tải. Điều này khiến tốc độ bổ sung nguồn điện mới chưa theo kịp nhu cầu phụ tải đang gia tăng nhanh chóng. **Chúng tôi cho rằng tiến độ triển khai các dự án nguồn điện lớn sẽ tiếp tục là biến số quan trọng nhất quyết định khả năng đảm bảo an ninh năng lượng của Việt Nam trong giai đoạn 2027-2030**

Dự án	Công suất (MW)	Ghi chú/Tiến độ thực hiện	Chủ đầu tư
LNG Quảng Ninh	1,500	Đã khởi công 19/12/2025	Liên danh: POW, Colavi, Tokyo Gas, Marubeni
LNG Thái Bình	1,500	Đã khởi công 10/10/2025, dự kiến COD Q4/2029	Liên danh Tokyo Gas, Kyuden, CTCP Công nghiệp Trường Thành
LNG Quảng Trạch II	1,500	Chuẩn bị khởi công Q1/2026, hoàn thành toàn bộ trong 2030	EVN
LNG Hải Lăng GĐ I	1,500	Đang giải phóng mặt bằng, dự kiến khởi công Q1/2027	T&T Group, HANWHA, KOSPO, KOGAS
Nhơn Trạch 3&4	1,624	Đã vận hành cuối 2025	POW
LNG Hiệp Phước GĐ I	1,200	Thi công xây dựng và lắp đặt máy hoàn thành lần lượt 60% và 20%, đã ký PPA ngày 26/03/2026, Hải Linh dự kiến vận hành 2027	
LNG Long An 1	1,500	Hoàn thành báo cáo nghiên cứu khả thi (NCKT), kế hoạch COD 2029	Vinacapital GS Energy
BOT Sơn Mỹ I	2,250	Đang giải phóng mặt bằng	EDF, Kyushu, Sojitz, Pacific Vietnam
BOT Sơn Mỹ II	2,250	Đang giải phóng mặt bằng	Tập đoàn AES
LNG Bạc Liêu	3,200	Thống nhất thủ tục xây dựng đường dây 500kV LNG Bạc Liêu – Thốt Nốt	DeltaOE
LNG Nghi Sơn	1,500	Trong quá trình chọn nhà đầu tư	N/A
LNG Cà Ná	1,500	Đã hoàn thành công tác đánh giá hồ sơ dự thầu	N/A
LNG Quỳnh Lập	1,500	Đã khởi công hạ tầng kỹ thuật (05/2026), đang triển khai các hạng mục chuẩn bị đầu tư; dự kiến vận hành thương mại giai đoạn 2030	PV Power – SK Innovation – NASU
LNG Hải Phòng GĐ I	1,600	Đang xây dựng, dự kiến vận hành cuối 2030	VinEnergco
LNG Hiệp Phước GĐ II	1,500	Đã được bổ sung trong Quy hoạch điện VIII điều chỉnh. Mục tiêu vận hành giai đoạn 2030–2031.	Liên danh Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power) và đối tác nghiên cứu phát triển dự án
LNG Vũng Áng III	1,500	Ký thỏa thuận hợp tác phát triển dự án ngày 28/05/2026; dự kiến COD 2030–2031	PV Power – B.GRIMM

DPPA mở ra chu kỳ mới cho điện tái tạo “có đầu ra xanh”

- Năm 2026 đánh dấu bước tiến quan trọng của cơ chế mua bán điện trực tiếp (DPPA) khi Samsung Electronics Việt Nam Thái Nguyên trở thành doanh nghiệp đầu tiên triển khai giao dịch mua điện tái tạo thông qua lưới điện quốc gia. Song song với đó, Bộ Công Thương đang lấy ý kiến sửa đổi Nghị định 57/2025/NĐ-CP theo hướng mở rộng đối tượng tham gia và giảm các rào cản kỹ thuật, qua đó thúc đẩy quá trình triển khai DPPA trên thực tế.
- Chúng tôi cho rằng DPPA không chỉ góp phần đa dạng hóa cơ cấu nguồn điện và tăng cường an ninh năng lượng quốc gia, mà còn tạo động lực đầu tư mới cho các dự án điện tái tạo trong bối cảnh nhu cầu điện từ khối FDI, trung tâm dữ liệu và các ngành công nghiệp công nghệ cao tiếp tục gia tăng. Về dài hạn, cơ chế này sẽ giúp huy động thêm nguồn lực xã hội vào phát triển điện gió, điện mặt trời, giảm áp lực đầu tư lên hệ thống điện truyền thống và hỗ trợ quá trình chuyển dịch năng lượng của Việt Nam.
- Ở góc độ đầu tư, các doanh nghiệp sở hữu danh mục năng lượng tái tạo lớn như **REE, PC1 và GEG** được đánh giá có vị thế thuận lợi để hưởng lợi từ xu hướng này thông qua việc mở rộng tệp khách hàng ngoài EVN và đa dạng hóa đầu ra cho các dự án năng lượng tái tạo.

Các nội dung chính được đề xuất trong dự thảo sửa đổi Nghị định 57/2025/NĐ-CP

Nội dung	Nghị định 57/2025/NĐ-CP hiện hành	Dự thảo sửa đổi
Đối tượng khách hàng tham gia DPPA	Khu công nghiệp, cụm công nghiệp	Mở rộng sang trung tâm dữ liệu (Data Center), trạm sạc xe điện, hệ thống lưu trữ năng lượng và các khu thương mại tự do (FTZ) chỉ áp dụng cho DPPA vật lý
Điều kiện đối với khách hàng sử dụng điện lớn	Đáp ứng các tiêu chí do Bộ Công Thương quy định	Tiếp tục áp dụng tiêu chí của Bộ Công Thương; đơn vị bán lẻ điện phải mua tối thiểu 200,000 kWh/tháng từ thị trường điện cạnh tranh
Điều kiện tham gia của đơn vị phát điện	Yêu cầu công suất tối thiểu và giới hạn công suất phát triển theo quy hoạch	Bãi bỏ yêu cầu công suất tối thiểu, tạo điều kiện cho nhiều dự án năng lượng tái tạo tham gia DPPA
Điện mặt trời mái nhà	Chỉ được bán tối đa 20% sản lượng lên lưới điện	Nâng tỷ lệ bán điện lên lưới tối đa lên 50% sản lượng phát điện
Cơ chế giá điện DPPA	Giá điện do các bên tự thỏa thuận nhưng bị giới hạn bởi giá bán điện của EVN	Vẫn theo cơ chế đàm phán giữa các bên, nhưng giá không còn bị khống chế bởi mức giá trần bán buôn điện cho EVN (từ nhà máy điện tới EVN), mà thay vào đó được áp dụng theo mức giá trần bán lẻ điện (đối với người sử dụng cuối cùng) → cao hơn khoảng 15%
Tác động dự kiến	Giai đoạn đầu triển khai, phạm vi áp dụng còn hạn chế	Mở rộng quy mô thị trường DPPA, thúc đẩy đầu tư điện tái tạo, đa dạng hóa nguồn điện và nâng cao an ninh năng lượng

Nguồn: Bộ Công Thương, NSI tổng hợp

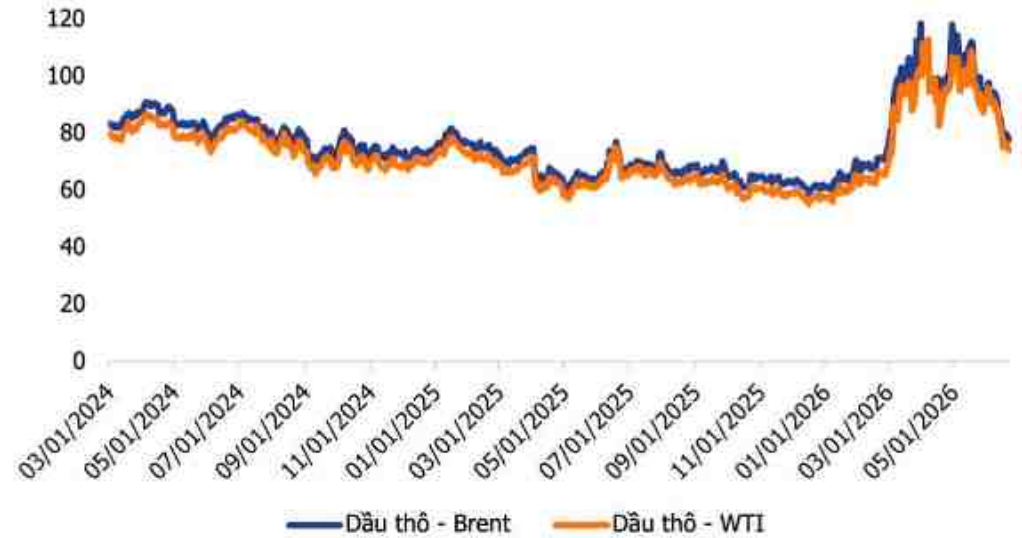
Cơ hội đầu tư tiềm năng

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
REE	59,000 - 62,000 đồng/cp	Luận điểm 1: Danh mục năng lượng lớn và đa dạng giúp REE hưởng lợi trực tiếp từ nhu cầu điện tăng cao REE hiện sở hữu danh mục điện theo tỷ lệ lợi ích khoảng 1.050 MW, bao gồm thủy điện, điện gió, điện mặt trời và nhiệt điện. Trong Q1/2026, tổng sản lượng điện của REE tăng 11% YoY lên 2,56 tỷ kWh nhờ nhu cầu điện toàn quốc tăng và các nhà máy được huy động ở mức cao. Luận điểm 2: Chu kỳ mở rộng điện gió tạo động lực tăng trưởng mới REE đang bước vào giai đoạn tăng trưởng công suất mới khi nhà máy điện gió Duyên Hải 48 MW đã vận hành từ tháng 3/2026, đồng thời tiếp tục triển khai các dự án Duyên Hải 2&3 (128 MW) và dự án điện gió Phú Cường 200 MW. NSI đánh giá các dự án mới là bước đệm để REE hướng tới mục tiêu 3.000 MW công suất năng lượng vào năm 2030. Luận điểm 3: Mảng M&E bước vào chu kỳ tăng trưởng mạnh nhờ backlog kỷ lục Khác với các doanh nghiệp điện thuần túy, REE còn sở hữu mảng cơ điện lạnh (M&E) đang hồi phục rất mạnh. Giá trị hợp đồng ký mới Q1/2026 đạt gần 4.900 tỷ đồng, trong khi backlog cuối 2025 đạt khoảng 5.900-6.800 tỷ đồng. Đây là cơ sở giúp doanh thu và lợi nhuận M&E tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2026-2027. Luận điểm 4: Nền tảng tài chính vững mạnh tạo dư địa cho các dự án năng lượng mới REE duy trì lượng tiền mặt và tiền gửi trên 7.000 tỷ đồng, trong khi tỷ lệ đòn bẩy ở mức thấp. Nguồn lực tài chính mạnh giúp doanh nghiệp có khả năng tiếp tục mở rộng danh mục điện gió, điện tái tạo và các dự án năng lượng mới trong bối cảnh Quy hoạch điện VIII điều chỉnh thúc đẩy làn sóng đầu tư nguồn điện.
POW	16,000 - 17,000 đồng/cp	Luận điểm 1: Nhơn Trạch 3&4 mở ra chu kỳ tăng trưởng mới cho POW Nhơn Trạch 3&4 là dự án LNG đầu tiên của Việt Nam đi vào vận hành thương mại, giúp tổng công suất của POW tăng gần 38% lên khoảng 5.800 MW. Đây được kỳ vọng là động lực tăng trưởng lợi nhuận quan trọng nhất trong giai đoạn 2026-2028 khi đóng góp ngày càng lớn vào sản lượng và lợi nhuận của doanh nghiệp. Luận điểm 2: Hưởng lợi từ nhu cầu điện tăng cao và xu hướng El Nino Nhu cầu điện của Việt Nam được kỳ vọng duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong những năm tới, trong khi El Nino quay trở lại từ nửa cuối năm 2026 có thể làm suy giảm sản lượng thủy điện và gia tăng huy động các nguồn nhiệt điện. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà máy điện khí và nhiệt điện của POW duy trì sản lượng phát điện ở mức cao. Luận điểm 3: Chính sách ngày càng thuận lợi cho điện khí LNG Quy hoạch điện VIII điều chỉnh tiếp tục nâng cao vai trò của LNG trong cơ cấu nguồn điện quốc gia. Bên cạnh đó, các đề xuất nâng tỷ lệ sản lượng hợp đồng (Qc) cho các nhà máy LNG từ 65% lên 75% sẽ giúp cải thiện khả năng thu hồi vốn và giảm rủi ro thị trường cho các dự án điện khí. Với vị thế là doanh nghiệp tiên phong trong lĩnh vực LNG, POW được đánh giá là một trong những đơn vị hưởng lợi trực tiếp nhất từ xu hướng này. Luận điểm 4: Tiềm năng ghi nhận các khoản lợi nhuận bất thường Ngoài tăng trưởng từ hoạt động cốt lõi, POW còn có thể ghi nhận một số khoản thu nhập bổ sung liên quan đến hoàn nhập dự phòng phải thu, thanh toán lỗ tỷ giá từ EVN và các khoản chi phí vận hành được bù đắp. Đây là yếu tố hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận trong giai đoạn 2026-2027.

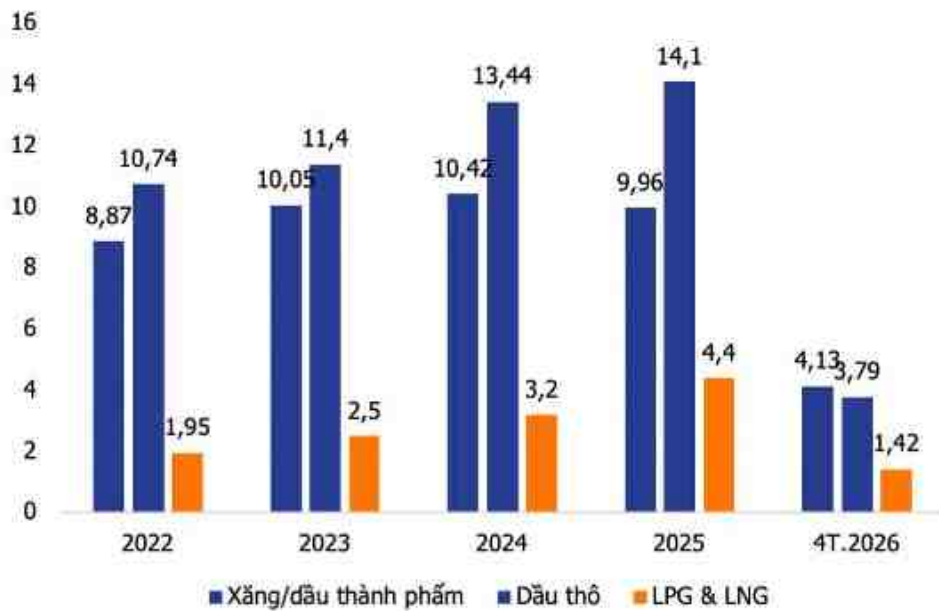
Giá dầu neo cao nhưng không còn là câu chuyện duy nhất:

Trong nửa đầu năm 2026, ngành dầu khí Việt Nam vận động trong bối cảnh nhiều biến động. Căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông và rủi ro gián đoạn dòng chảy năng lượng qua eo biển Hormuz đã khiến giá dầu, giá LNG và crack spread các sản phẩm lọc dầu tăng mạnh trong quý I. Tác động tích cực nhanh chóng phản ánh vào kết quả kinh doanh của nhóm thượng nguồn và lọc dầu, trong khi nhóm phân phối xăng dầu ghi nhận sự phân hóa mạnh do biến động tồn kho, chi phí nhập khẩu và cơ chế điều hành giá trong nước.

Diễn biến giá dầu

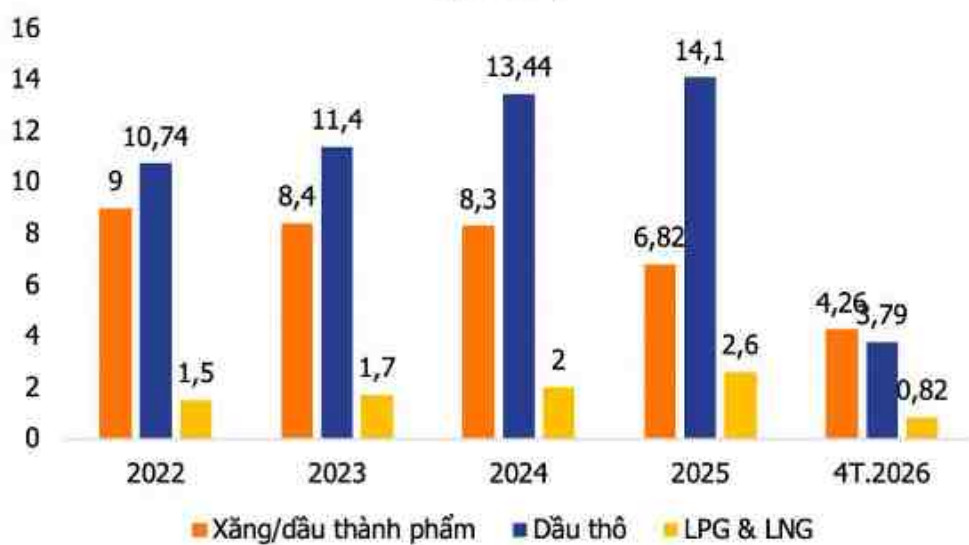


Sản lượng nhập khẩu (triệu tấn)

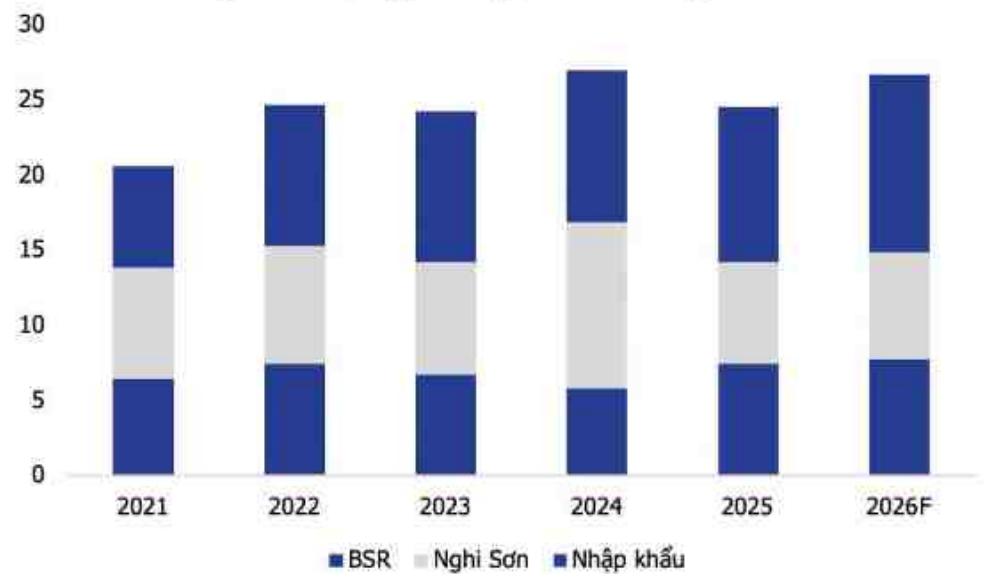


Việt Nam đẩy mạnh tự chủ nguồn cung: Điểm đáng chú ý hơn trong nửa đầu năm là bài toán chủ động nguồn cung năng lượng trở nên cấp thiết hơn. Trong Q1/2026, tiêu thụ xăng dầu nội địa tăng mạnh lên 7.8 triệu tấn, trong khi sản xuất trong nước đạt 4.5 triệu tấn. Phần thiếu hụt vẫn phải được bù đắp bằng nhập khẩu, với lượng nhập khẩu xăng dầu đạt 3,4 triệu tấn trong quý. Ở mảng dầu thô, dù sản lượng sản xuất trong nước tăng lên gần 2.2 triệu tấn, Việt Nam vẫn nhập khẩu khoảng 3.1 triệu tấn dầu thô để phục vụ nhu cầu lọc dầu. Điều này cho thấy rủi ro gián đoạn nguồn cung bên ngoài không chỉ tác động đến giá, mà còn ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng vận hành ổn định của toàn chuỗi dầu khí trong nước. Trong bối cảnh đó, việc tăng khai thác dầu khí nội địa, duy trì công suất cao tại Dung Quất và Nghi Sơn, đa dạng hóa nguồn dầu thô nhập khẩu, mở rộng hạ tầng LNG và nâng mức dự trữ xăng dầu trở thành các ưu tiên trọng tâm. Đây không chỉ là giải pháp ứng phó ngắn hạn với biến động địa chính trị, mà còn là nền tảng cho chu kỳ đầu tư mới của ngành dầu khí, đặc biệt ở khâu thượng nguồn, trung nguồn và hạ tầng năng lượng.

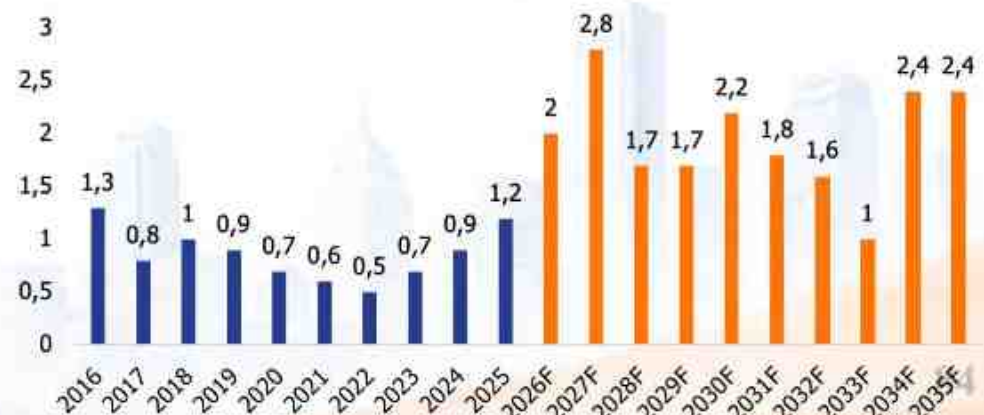
Giá trị nhập khẩu (tỷ USD)



Nguồn cung xăng dầu trong nước



Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động E&P của VN

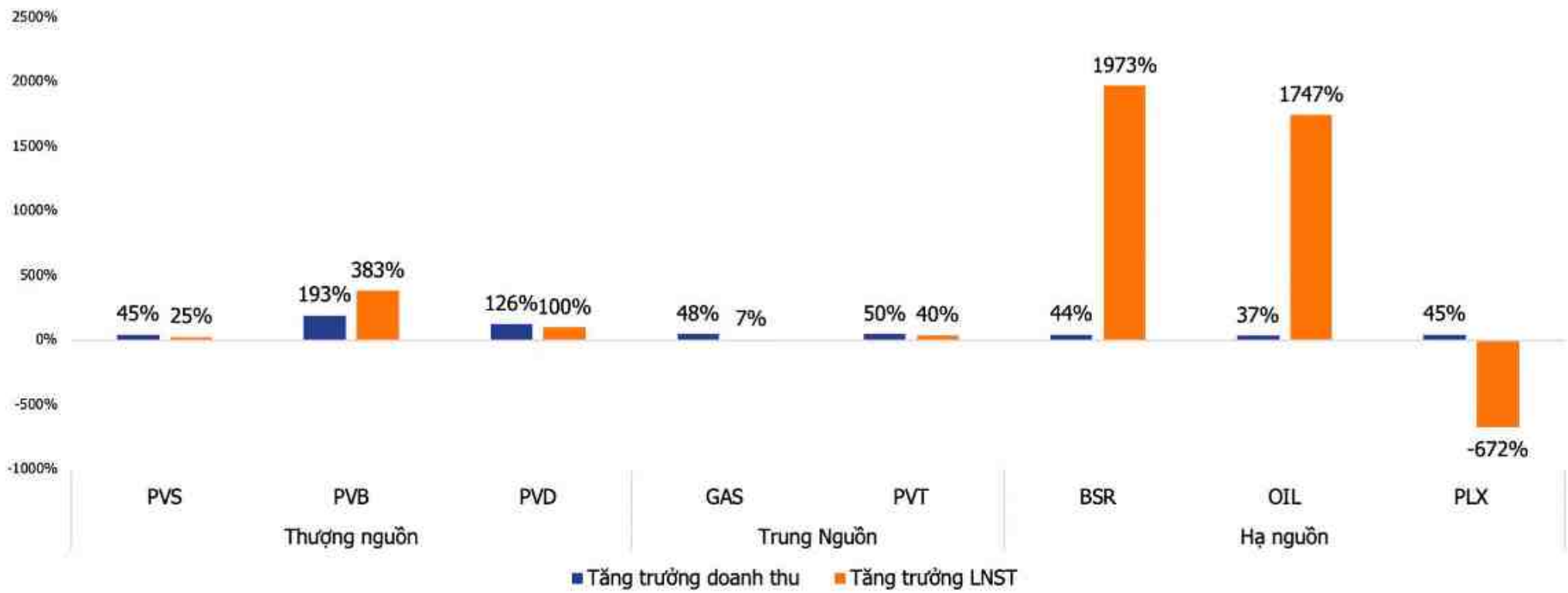


Chu kỳ đầu tư thượng nguồn quay trở lại: PVN tăng mạnh đầu tư cho lĩnh vực thượng nguồn. Trong bối cảnh sản lượng khai thác dầu khí các năm gần đây đang trên đà suy giảm do các mỏ đều đã được khai thác khá lâu năm, đồng thời nhu cầu khí cho sản xuất điện ngày càng gia tăng, cùng với nhiều chính sách hỗ trợ được ban hành tạo hành lang pháp lý tốt hơn cho hoạt động ngành dầu khí, PVN đã tăng mạnh đầu tư cho lĩnh vực thượng nguồn. Giá trị giải ngân năm 2025 của PVN đạt mức kỷ lục, hơn 51 nghìn tỷ đồng (+32% svck), trong đó lĩnh vực thượng nguồn chiếm 45%.

KQKD cập nhật: Tăng trưởng bứt phá nhưng phân hóa sâu theo chuỗi giá trị

Kết quả kinh doanh quý I/2026 của các doanh nghiệp dầu khí ghi nhận sự cải thiện rõ rệt nhờ mặt bằng giá dầu, giá khí và crack spread tăng mạnh. Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi không đồng đều giữa các phân khúc

KQKD Q1.2026 DOANH NGHIỆP NGÀNH DẦU KHÍ



Thượng nguồn

- PVS và PVD tiếp tục là hai đại diện nổi bật. PVS ghi nhận doanh thu thuần quý I/2026 đạt 8,699 tỷ đồng, tăng 44.6% so với cùng kỳ, trong khi lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 416 tỷ đồng, tăng 25.4%. Động lực chính đến từ khối lượng công việc lớn trong mảng cơ khí dầu khí, bao gồm các dự án Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B và Gallaf 3. PVD ghi nhận mức tăng trưởng mạnh hơn với doanh thu đạt 3,401 tỷ đồng, tăng 126.3%, và lợi nhuận sau thuế đạt 306 tỷ đồng, tăng 100.3%. Kết quả này phản ánh nhu cầu khoan phục hồi, giá thuê giàn duy trì ở mức cao và hiệu suất sử dụng giàn cải thiện.

Trung Nguồn

- Ở phân khúc trung nguồn, GAS ghi nhận doanh thu quý I/2026 đạt 38,020 tỷ đồng, tăng 48.1% so với cùng kỳ nhờ giá bán khí tăng và hoạt động kinh doanh LPG/LNG mở rộng. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ chỉ tăng 6,8%, đạt 2,945 tỷ đồng, do biên lợi nhuận gộp thu hẹp từ 15.9% xuống 11.9%. Điều này cho thấy nhóm trung nguồn vẫn hưởng lợi từ mặt bằng giá năng lượng cao, nhưng lợi nhuận không tăng tương ứng với doanh thu khi chi phí logistics và giá vốn đầu vào tăng mạnh.

Hạ Nguồn

- BSR là điểm sáng nổi bật khi doanh thu quý I/2026 đạt 45,920 tỷ đồng, tăng 44.0% so với cùng kỳ; lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ đạt 8,265 tỷ đồng, tăng gần 20 lần. Biên lợi nhuận gộp của BSR tăng mạnh từ 1.2% lên 20.7%, chủ yếu nhờ crack spread các sản phẩm lọc dầu, đặc biệt là diesel và Jet A1, mở rộng đột biến trong bối cảnh nguồn cung khu vực bị gián đoạn.
- Ngược lại, nhóm phân phối xăng dầu cho thấy doanh thu tăng không đồng nghĩa với chuyển hóa thành lợi nhuận. PLX ghi nhận doanh thu quý I/2026 đạt khoảng 98.7 nghìn tỷ đồng, tăng 45.4% so với cùng kỳ, nhưng lỗ ròng khoảng 0.7 nghìn tỷ đồng do trích lập dự phòng hàng tồn kho tăng mạnh trong bối cảnh giá dầu biến động nhanh. Trong khi đó, OIL ghi nhận kết quả tích cực hơn với doanh thu đạt 44.9 nghìn tỷ đồng, tăng 36.8%, và lợi nhuận sau thuế đạt 516 tỷ đồng, tăng hơn 17 lần so với cùng kỳ, nhờ giá bán tăng, sản lượng tiêu thụ cải thiện và mở rộng mạng lưới bán lẻ

1. Tiến độ dự án trở thành động lực chính thay cho biến động giá dầu

Sau giai đoạn Q1/2026 hưởng lợi mạnh từ cú sốc giá dầu, giá khí và crack spread, triển vọng ngành dầu khí trong nửa cuối năm sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào khả năng duy trì tiến độ dự án và chuyển hóa mặt bằng giá dầu cao thành doanh thu, backlog và lợi nhuận thực tế. Theo đó, giá dầu vẫn là yếu tố hỗ trợ quan trọng, nhưng không còn là luận điểm duy nhất. Điểm đáng chú ý hơn là chu kỳ đầu tư dầu khí trong nước đang có dấu hiệu quay trở lại rõ nét sau nhiều năm trầm lắng.

Mặt bằng giá dầu duy trì ở vùng cao giúp cải thiện hiệu quả kinh tế của các dự án thăm dò và khai thác, từ đó tạo điều kiện thuận lợi để các chủ đầu tư đẩy nhanh quyết định đầu tư, ký kết hợp đồng và triển khai thi công. Trong bối cảnh sản lượng khai thác tại các mỏ hiện hữu suy giảm tự nhiên, nhu cầu bổ sung nguồn cung nội địa trở nên cấp thiết hơn

Các dự án E&P thượng nguồn trọng điểm

Dự án	Chủ đầu tư/đối tác	Vốn đầu tư ước tính	Trữ lượng/quy mô	Tiến độ/mốc kỳ vọng	Công việc & doanh nghiệp hưởng lợi
Lô B – Ô Môn	PVN, PVEP, MOECO, PTTEP / Phú Quốc POC	~12,0 tỷ USD	107 tỷ m ³ khí	Dự kiến khoan từ 03/2027, dòng khí đầu tiên khoảng 2027	- PVS hưởng lợi từ các gói EPCI 1, 2, 3 với giá trị trên 1 tỷ USD và hợp đồng FSO khoảng 600 triệu USD trong 14+9 năm. - PVD dự kiến tham gia chiến dịch khoan từ 2027 với giàn PVD VI.
Lạc Đà Vàng	Murphy Oil, PVEP, SKI	~0,7 tỷ USD	~100 triệu thùng dầu	Khoan phát triển từ cuối 2025, dòng dầu đầu tiên dự kiến 2026–2027	- PVS hưởng lợi từ liên doanh FSO giá trị trên 400 triệu USD, thời hạn 10+5 năm; FSO đã hạ thủy tháng 2/2026. - Dự án cũng tạo nhu cầu khoan và dịch vụ đầu khí cho PVD.
Sư Tử Trắng giai đoạn 2B	Cửa Long JOC, ConocoPhillips, KNOC...	~1,3–1,5 tỷ USD	17 tỷ m ³ khí	Đã ký thỏa thuận khung mua bán khí; khoan phát triển từ 03/2026; dòng khí dự kiến 2027	- PVS đã nhận thư trao thầu gói EPCI, giá trị ước tính khoảng 250 triệu USD. - PVD tham gia chiến dịch khoan với giàn PVD I.
Nam Du – U Minh	Jadestone Energy	~0,4–0,8 tỷ USD	5,6 tỷ m ³ khí	Đã nộp kế hoạch phát triển mỏ; ký thỏa thuận khung mua bán khí với PV GAS; dòng khí/dầu kỳ vọng Q4/2027	Dự án có thể tạo thêm backlog EPCI cho PVS và bổ sung nguồn khí nội địa cho GAS trong trung hạn.
Khánh Mỹ – Dầm Dơi	PVEP, PV GAS	~0,3–0,4 tỷ USD	4,0 tỷ m ³ khí	Ký phát triển mỏ trong 05/2026; GAS và PVEP đã ký biên bản ghi nhớ về thỏa thuận mua bán khí	PVS được kỳ vọng hưởng lợi từ hợp đồng EPCI tại Lô 46/13; dự án cũng hỗ trợ nguồn khí đầu vào cho GAS.
Thiên Nga – Hải Âu	Zarubezhneft JSC	~0,3 tỷ USD	7,4 tỷ m ³ khí	PVN và Zarubezhneft đã trao hợp đồng mua bán khí từ Lô 12/11; dòng khí dự kiến 2027	Dự án bổ sung nguồn khí nội địa, có thể hỗ trợ GAS và các doanh nghiệp dịch vụ kỹ thuật nếu bước vào giai đoạn phát triển mạnh hơn.
Kỳ Lân	PVEP, PV GAS	~0,1 tỷ USD	1,8 tỷ m ³ khí	GAS và PVEP đã ký thỏa thuận cung cấp/tiêu thụ khí; dòng khí dự kiến 2032	Quy mô nhỏ hơn, tác động ngắn hạn hạn chế; chủ yếu đóng góp vào nguồn khí nội địa dài hạn.
Cá Voi Xanh	ExxonMobil, PVN	~4,6–10,0 tỷ USD	150 tỷ m ³ khí	Đang chờ FID; dòng khí dự kiến khoảng 2030	- Backlog tiềm năng trung và dài hạn cho PVS ở vai trò tổng thầu EPCI biển; - Có thể tạo nhu cầu sử dụng giàn tiếp trợ nước sâu PVD V cho PVD.
Kền Bấu	Eni Vietnam B.V., Essar E&P Limited	N/A	225 tỷ m ³ khí	Đang thăm dò, dự kiến xác nhận trữ lượng vào 2026	Nếu được xác nhận và phát triển, đây có thể là một trong những nguồn backlog lớn cho nhóm dịch vụ dầu khí sau 2027–2030.
Báo Vàng – Báo Đen	PVN, Gazprom	~1,3 tỷ USD	58 tỷ m ³ khí	Mục tiêu COD vào 2030	Dự án khí quy mô lớn, có tiềm năng tạo việc làm dài hạn cho nhóm xây lắp dầu khí, khoan và hạ tầng khí.
Bunga Aster	Hibiscus Oil & Gas Malaysia, PVEP, Petronas	~0,5 tỷ USD	48–84 triệu thùng dầu	Đang đánh giá toàn diện dự án; PVN và Petronas gia hạn PSC Lô PM3 CAA thêm 20 năm; kỳ vọng 2029	Dự án dầu trung hạn, hỗ trợ hoạt động E&P và có thể tạo nhu cầu dịch vụ kỹ thuật/khoan khi bước vào giai đoạn phát triển.
Hải Sư Vàng	Murphy Oil, PVEP, SKE	~1,9 tỷ USD	170–430 triệu thùng dầu	Murphy đang tiếp tục kế hoạch thăm định; dòng dầu dự kiến 2030	Dự án dầu quy mô lớn, tiềm năng tích cực cho PVS/PVD trong giai đoạn sau 2028 nếu được phê duyệt phát triển.
Lạc Đà Hồng	Murphy Oil, PVEP, SKE	~0,3 tỷ USD	30–60 triệu thùng dầu	Murphy kỳ vọng khai thác dòng dầu đầu tiên trước 2030	Dự án bổ sung cho cụm tài sản của Murphy tại Việt Nam, có thể tạo thêm nhu cầu khoan và dịch vụ kỹ thuật trong trung hạn.

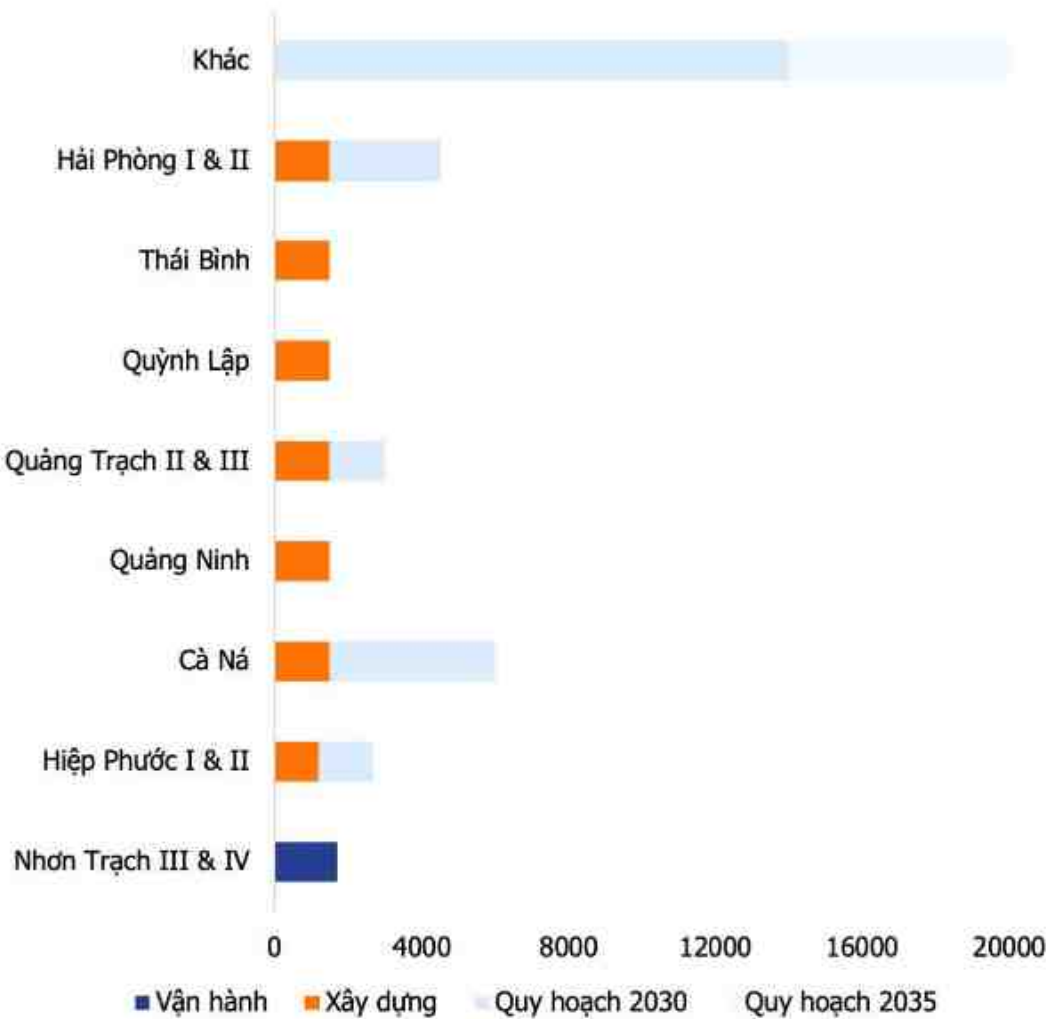
2. LNG: Mảnh ghép chiến lược trong bài toán thiếu hụt khí nội địa

LNG sẽ trở thành một trong những động lực trung hạn quan trọng của ngành dầu khí Việt Nam khi nguồn khí nội địa từ các mỏ lâu năm bước vào giai đoạn suy giảm. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, Việt Nam có thể thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m³ khí/năm, trong khi điện khí LNG được quy hoạch đạt tổng công suất hơn 22,5 GW. Điều này khiến LNG nhập khẩu không còn là giải pháp bổ sung ngắn hạn, mà trở thành nguồn cung chiến lược để đảm bảo an ninh năng lượng và phục vụ tăng trưởng nhu cầu điện.

Các nút thắt về hạ tầng và cơ chế đang dần được tháo gỡ. Nhon Trach 3&4 là hai nhà máy điện khí LNG đầu tiên đi vào vận hành thương mại từ năm 2026, tạo nhu cầu tiêu thụ LNG thực tế ngay trong giai đoạn đầu. Song song với đó, hệ thống kho cảng LNG tiếp tục được mở rộng, gồm nâng công suất kho LNG Thị Vải lên 3 triệu tấn/năm và phát triển LNG Sơn Mỹ với quy mô lớn hơn trong các giai đoạn sau. Về chính sách, khung giá trần điện khí LNG cao hơn và thuế nhập khẩu LNG giảm giúp cải thiện khả năng tiêu thụ, qua đó hỗ trợ quá trình thương mại hóa LNG trong nước.

Từ góc độ đầu tư, GAS là doanh nghiệp hưởng lợi rõ nhất nhờ vai trò trung tâm trong nhập khẩu, tồn trữ, tái hóa khí và phân phối LNG. PVS có thể hưởng lợi gián tiếp từ nhu cầu xây lắp hạ tầng kho cảng LNG và các dự án điện khí liên quan. Trong khi đó, nhóm điện khí như PV Power/POW hưởng lợi khi nguồn LNG được đảm bảo tốt hơn, dù biên lợi nhuận vẫn phụ thuộc vào khả năng chuyển ngang chi phí nhiên liệu sang giá điện. Nhìn chung, **LNG không tạo ra cú hích lợi nhuận đột biến ngay trong ngắn hạn, nhưng là nền tảng quan trọng cho tăng trưởng của chuỗi khí – điện trong giai đoạn 2026–2030.**

Đa số dự án LNG đều trong giai đoạn triển khai
Mục tiêu COD vào 2029 (đơn vị: MW)



3. Sự phân hóa sẽ rõ nét đối với nhóm hạ nguồn

Đối với nhóm lọc dầu, crack spread có thể duy trì ở mức cao lâu hơn kỳ vọng trong nửa cuối năm 2026. Các tiền lệ lịch sử cho thấy sau những cú sốc lớn về nguồn cung, biên lọc dầu thường cần nhiều tháng để quay về trạng thái bình thường. Trong chu kỳ hiện tại, quá trình hạ nhiệt có thể kéo dài hơn do nguồn cung sản phẩm lọc dầu toàn cầu chịu áp lực đồng thời từ gián đoạn logistics, công suất lọc dầu hạn chế và rủi ro phục hồi chậm của các nhà máy tại khu vực chịu ảnh hưởng. Điều này tạo nền hỗ trợ tích cực cho BSR trong H2/2026, dù mức lợi nhuận đột biến như Q1 khó lặp lại. Nếu crack spread diesel, Jet A1 và xăng duy trì trên nền cao hơn trung bình lịch sử, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất tiếp tục vận hành công suất cao sẽ giúp BSR duy trì biên lợi nhuận tốt hơn so với năm 2025. Ngoài ra, câu chuyện nâng cấp mở rộng Dung Quất và nhu cầu xăng gốc khi E10 được triển khai cũng là yếu tố hỗ trợ trung hạn.

Sự kiện	Thời gian crack spread ở đỉnh	Thời gian quay về mức trước khủng hoảng	Trạng thái trong dài hạn
Chiến tranh Nga-Ukraine 2022	~8 tháng (mức cực đoan)	~15 tháng	Vẫn cao hơn 65% so với trung bình 10 năm sau 18 tháng
Vụ tấn công Abqaiq (Saudi Arabia) 2019	Vài ngày	~2-3 tuần	Tác động kéo dài không đáng kể
Chiến tranh Vùng Vịnh 1990-91	~3 tháng	~9 tháng	Tác động ngắn hạn
Mùa bão 2004-2005	~15 tháng	~15 tháng	Tác động trung hạn

Ở chiều ngược lại, nhóm phân phối xăng dầu như PLX hay OIL có triển vọng thận trọng hơn. Doanh thu có thể tiếp tục tăng nhờ giá bán và sản lượng tiêu thụ, nhưng lợi nhuận vẫn nhạy cảm với biến động tồn kho, chi phí nhập khẩu và cơ chế điều hành giá trong nước. Vì vậy, đây không phải là nhóm hưởng lợi rõ nhất trong môi trường giá dầu biến động mạnh.

Cơ hội đầu tư tiềm năng

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (đồng/cp)	Luận điểm đầu tư
PVS	48,400 đồng/cp	1. Hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ E&P quay lại PVS là lựa chọn hợp lý cho chu kỳ đầu tư thượng nguồn phục hồi tại Việt Nam. Các dự án lớn như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, Nam Du – U Minh và Khánh Mỹ – Đầm Dơi đang bước vào giai đoạn triển khai, tạo khối lượng công việc lớn cho mảng M&C/EPCI. Backlog M&C của PVS được ước tính khoảng trên 2,0–2,5 tỷ USD, bảo đảm nguồn việc cho giai đoạn 2026–2028. Trong đó, Lô B – Ô Môn là dự án trọng điểm, dự kiến đóng góp trên 45% doanh thu mảng M&C năm 2026. 2. FSO/FPSO tạo dòng tiền dài hạn, giảm tính chu kỳ Ngoài mảng xây lắp, PVS còn có lợi thế ở mảng FSO/FPSO, vốn có hợp đồng dài hạn và dòng tiền ổn định hơn. Hai hợp đồng FSO tại Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng sẽ tạo nền doanh thu ổn định trong trung hạn, với thời hạn hợp đồng có thể kéo dài 10–14 năm, thậm chí xuyên suốt vòng đời khai thác của mỏ. Đây là điểm giúp PVS không chỉ hưởng lợi ở giai đoạn xây dựng dự án, mà còn tiếp tục tham gia vào chuỗi giá trị sau khi mỏ đi vào vận hành. 3. Điện gió ngoài khơi và hạ tầng năng lượng mở thêm dư địa tăng trưởng PVS đang mở rộng từ doanh nghiệp dịch vụ dầu khí sang doanh nghiệp hạ tầng năng lượng ngoài khơi. Mảng điện gió ngoài khơi có backlog khoảng 2 tỷ USD, gồm các hợp đồng EPC chân đế và trạm biến áp ngoài khơi. Một số dự án quốc tế như Baltica 2 OSS tại Ba Lan và Formosa 4 tại Đài Loan đang được triển khai tích cực. Ngoài ra, các dự án như mở rộng LNG Thị Vải, Ô Môn 4 và Long Phú 1 cũng là catalyst bổ sung ngoài dầu khí truyền thống. 4. KQKD cải thiện, tài chính lành mạnh Q1/2026, PVS ghi nhận doanh thu khoảng 8.699 tỷ đồng, tăng 44,6% YoY, và LNST khoảng 416 tỷ đồng, tăng 25,4% YoY, nhờ mảng M&C ghi nhận khối lượng công việc lớn hơn. Biên lợi nhuận gộp cải thiện lên khoảng 9,8%, phản ánh hiệu quả triển khai dự án tốt hơn. ACBS dự phóng năm 2026 PVS đạt doanh thu 40.030 tỷ đồng và LNST 2.197 tỷ đồng, lần lượt tăng khoảng 23% và 16% YoY. Ngoài ra, PVS có nền tài chính an toàn với tiền và tiền gửi cuối Q1/2026 khoảng 16.013 tỷ đồng, chiếm khoảng 39% tổng tài sản, tạo dư địa vốn lưu động cho các dự án lớn.

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Nguyễn Văn Trúc – Giám đốc Trung tâm Phân tích/*Head of Research*

Email: trucnv@nsi.vn

Đào Thị Vân Anh - Trưởng nhóm Phân tích Doanh nghiệp/*Equity Research Team Leader*

Email: anhdv@nsi.vn

Nguyễn Công Minh - Trưởng nhóm Chiến lược Thị trường/*Market Strategy Team Leader*

Email: minhnc@nsi.vn

Hoàng Nguyễn Nhật Linh - Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp/*Investment Analyst*

Email: linhhnn@nsi.vn

Ngô Quang Hiệp - Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp/*Investment Analyst*

Email: hiexpnq@nsi.vn

Nguyễn Thành Long - Chuyên viên Phân tích Vĩ mô/*Macro Analyst*

Email: Longnt@nsi.vn

Nguyễn Thành Vinh - Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp/*Investment Analyst*

Email: vinhnt@nsi.vn

Nguyễn Ngọc Mai - Chuyên viên Phân tích Dữ liệu/*Data Analyst*

Email: mainn@nsi.vn

Các sản phẩm nghiên cứu được cung cấp trực tuyến tại:

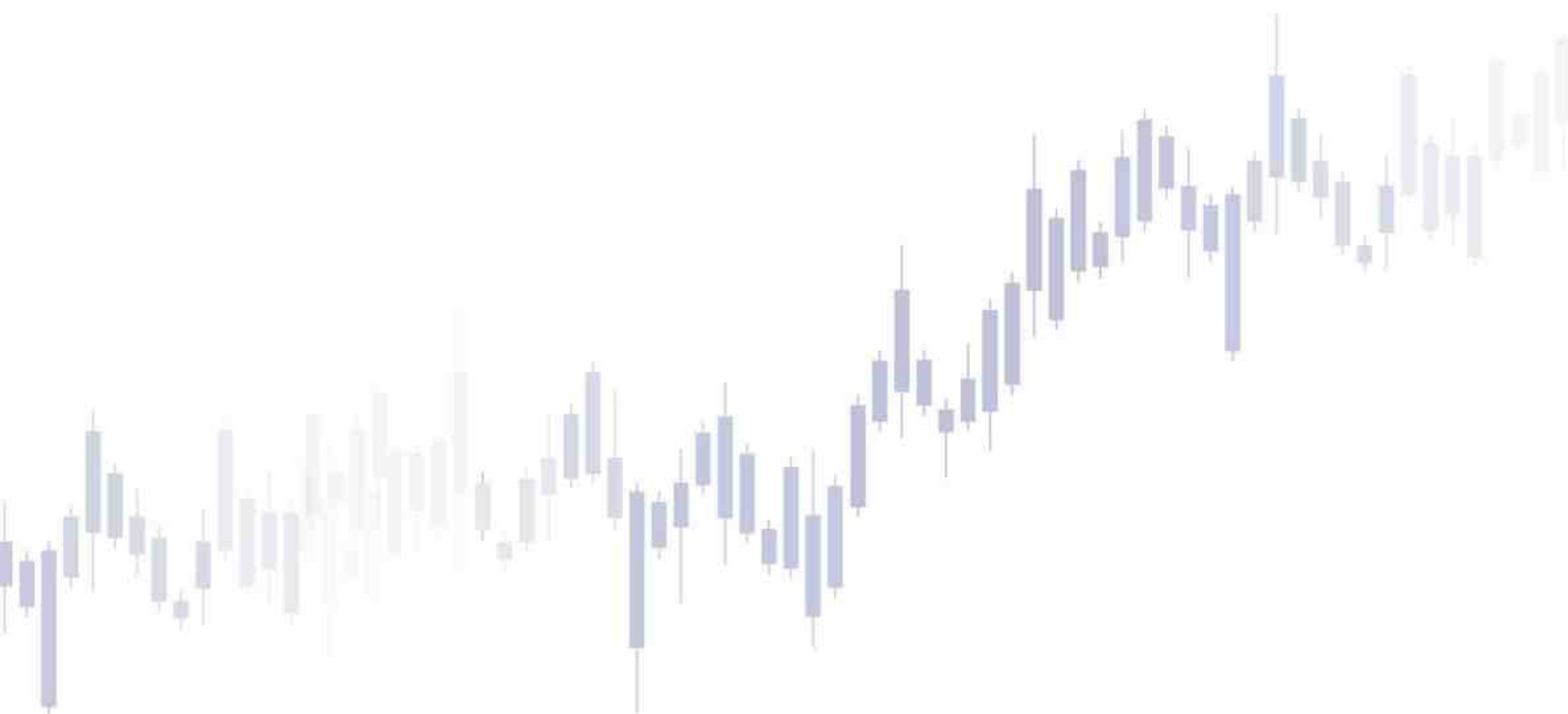
Website: <https://nsi.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Khuyến cáo: Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Các báo cáo nghiên cứu không phải lời đề nghị, kêu gọi, mời chào mua hay bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo được chuẩn bị dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của NSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. NSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác.

NSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Nhân viên của NSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khâu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa vào những khuyến nghị đầu tư (nếu có) trong bản báo cáo này để thay thế cho các quyết định đầu tư độc lập của bản thân. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư nên liên hệ với các cố vấn đầu tư để thảo luận và đưa ra đánh giá cho các trường hợp cụ thể. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của NSI.

Việc báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương thức điện tử không thể đảm bảo tính an toàn, cũng như bị hỏng, bị mất, đến chậm, không đầy đủ hay có chứa các mã độc hại. Do đó nếu báo cáo được phân phối bởi bên thứ ba hoặc có chứa liên kết của bên thứ ba, NSI không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào được cung cấp bởi bên thứ ba đó. Người đọc có thể sử dụng bất kỳ phương thức tiếp cận thông tin nào phù hợp và hoàn toàn chịu rủi ro phát sinh.



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA (NSI)

Trụ sở chính Hà Nội

📍 **Địa chỉ:** Tầng 5, Tòa nhà Samsora,
Số 105 Chu Văn An, P. Hà Đông, TP. Hà Nội

☎ **Điện thoại:** (84-24) 3944 5474

📠 **Fax:** (84-24) 3944 5475

🌐 **Website:** <https://nsi.com.vn/>

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh

📍 **Địa chỉ:** Tầng 9, Tòa nhà 66 Phó Đức Chính,
P. Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh

☎ **Điện thoại:** (84-28) 3821 7262

📠 **Fax:** (84-28) 3821 7305



Mở tài khoản **NSI Mobile**
để nhận những cơ hội đầu tư
trong năm 2026