

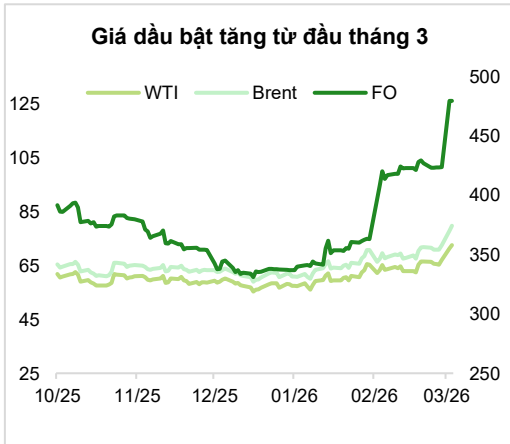
BÁO CÁO VĨ MÔ QUÝ I.2026



- Trong Quý II, các NHTW lớn trên thế giới nhiều khả năng sẽ duy trì lập trường thận trọng, với xu hướng chủ đạo là giữ nguyên lãi suất ở mặt bằng hiện tại và tiếp tục nhấn mạnh cách tiếp cận dựa trên dữ liệu. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng một số NHTW trong năm 2026 có thể quay lại xu hướng thắt chặt nếu rủi ro lạm phát gia tăng dưới tác động của giá năng lượng, chi phí vận tải và áp lực giá dịch vụ, trong bối cảnh bất định địa chính trị tại Trung Đông tiếp tục diễn biến phức tạp. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng USD nhiều khả năng sẽ tăng trở lại, qua đó gia tăng áp lực lên tỷ giá USD/VND trong ngắn hạn.
- VCBS dự báo tăng trưởng năm 2026 có thể đạt khoảng 8-10% với động lực chính đến từ hoạt động giải ngân đầu tư công và tiến độ triển khai các dự án hạ tầng dự báo sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong giai đoạn tới.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân quý 1/2026 tăng 3,51% so với cùng kỳ năm trước, trong đó tính riêng tháng 3 chỉ số CPI tăng 1,23% so với tháng trước chủ yếu là do ảnh hưởng từ các xung đột vũ trang tại khu vực Trung Đông làm đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, giá dầu diezen trong nước đã tăng 57,03% và giá xăng tăng 29,72%. Trước áp lực lạm phát hiện hữu, VCBS nâng dự báo lạm phát cả năm có thể đạt 4,5-5,5%.
- Trên thị trường ngoại hối: Sau khi điều chỉnh giảm trong tháng 2, tỷ giá chịu áp lực và bật tăng mạnh trong tháng 3, trong bối cảnh mạnh lên của USD và tâm lý nắm giữ ngoại tệ của người dân. Bước sang Quý II, chúng tôi cho rằng tỷ giá vẫn sẽ tiếp tục chịu áp lực từ thị trường quốc tế. Nhìn chung, VND được dự báo giảm giá tương đối so với đồng USD với mức biến động hợp lý khoảng 3-5% cho cả năm 2026.
- Mặt bằng LSHĐ đang có dấu hiệu đi ngang và khó có khả năng tăng thêm nhờ sự chỉ đạo quyết liệt từ NHNN nhằm hỗ trợ kinh tế và đảm bảo các yếu tố ổn định vĩ mô. Ngoài ra, tín dụng được định hướng tập trung vào các động lực tăng trưởng bền vững như sản xuất kinh doanh, xuất khẩu, nông nghiệp công nghệ cao và các dự án chuyển đổi xanh.
- Thị trường trái phiếu chính phủ: VCBS cho rằng áp lực thanh khoản liên ngân hàng, cùng chi phí vốn cao hơn sẽ kéo theo xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu chính phủ.

Xung đột Mỹ, Israel và Iran bước sang tuần thứ tư với những biến động ngoài tầm kiểm soát, hệ lụy kinh tế, chính trị lan tỏa.

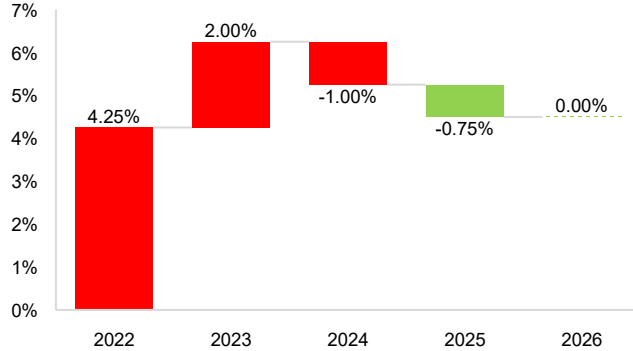
<p>28/02</p> <p>Bùng phát chiến tranh Mỹ và Israel tiến hành không kích quy mô lớn vào Iran, chính thức làm bùng phát xung đột.</p>	<p>08-21/03</p> <p>Tấn công hạ tầng năng lượng Các đợt không kích tập trung vào cơ sở dầu khí và năng lượng, gây thiếu hụt điện, nhiên liệu và thương vong dân sự.</p>	<p>23/03</p> <p>Tri hoãn 5 ngày & đàm phán Mỹ trì hoãn tấn công 5 ngày và tuyên bố đàm phán, trong khi Iran phủ nhận đàm phán trực tiếp và chỉ liên lạc qua trung gian.</p>	<p>28/03</p> <p>Iran phong tỏa eo biển Hormuz Một số bên phải đàm phán riêng, trong đó có Thái Lan và Pakistan đã đạt được thỏa thuận chung.</p>
<p>01-10/03</p> <p>Leo thang khu vực Iran đáp trả bằng tên lửa và lực lượng ủy nhiệm, khiến xung đột nhanh chóng lan rộng toàn khu vực.</p>	<p>22/03</p> <p>Tối hậu thư 48 giờ Mỹ yêu cầu Iran mở lại eo biển Hormuz trong 48 giờ, nếu không sẽ tấn công hạ tầng năng lượng.</p>	<p>24-25/03</p> <p>Leo thang song song đàm phán Mỹ đề xuất khung 15 điểm với Iran nhằm hạn chế hạt nhân và ảnh hưởng khu vực, đổi lại nới lỏng trừng phạt; tuy nhiên, hai bên chưa đạt được tiến triển.</p>	<p>30/03</p> <p>Iran chính thức thu phí Hormuz Iran thông qua đạo luật thu phí qua eo biển Hormuz, ưu tiên các nước thân thiện như Trung Quốc, Nga, Ấn Độ, Pakistan, Iraq, đồng thời hạn chế tâu liên quan Mỹ, Israel và các nước đồng minh.</p>



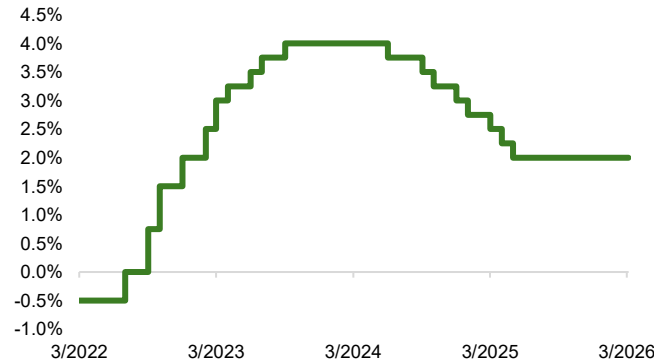
- ⚠ Cuộc xung đột Mỹ – Israel – Iran không chỉ là chiến tranh quân sự mà còn là cuộc chiến giành lợi thế đàm phán, nhằm định hình lại cấu trúc quyền lực Trung Đông và kiểm soát các "nút cổ chai" của nền kinh tế toàn cầu, ảnh hưởng không chỉ đến các quốc gia tham chiến mà còn tác động mạnh mẽ đến Vùng Vịnh, Trung Quốc, Nga, EU và các nền kinh tế châu Á phụ thuộc vào năng lượng nhập khẩu. **Chúng tôi cho rằng, so một số quốc gia trong khu vực, Việt Nam chịu tác động ít nghiêm trọng hơn, nhưng vẫn gây ra áp lực đáng kể qua lạm phát nhập khẩu, chi phí vận tải, và áp lực tỷ giá.**
- ⚠ Nếu chiến lược tiêu hao của Iran tiếp tục, xung đột sẽ kéo dài và Việt Nam sẽ đối mặt với tăng chi phí sản xuất, đặc biệt với các mặt hàng như xăng dầu, nhiên liệu bay, hoá chất và nguyên liệu thô phục vụ sản xuất, **dẫn đến lạm phát tổng thể cao hơn, giảm biên lợi nhuận doanh nghiệp và có thể gây suy yếu sức cạnh tranh của nền kinh tế.**
- ⚠ Đồng thời, tỷ giá USD/VND có thể chịu áp lực tăng, khi DXY mạnh lên và lãi suất Mỹ duy trì cao, làm tăng chi phí nhập khẩu và ảnh hưởng đến doanh nghiệp sản xuất. **Trong bối cảnh này, Việt Nam đã hạ thuế nhập khẩu xăng dầu và đa dạng hóa nguồn cung năng lượng để ổn định thị trường, nhưng chúng tôi dự báo chi phí sản xuất vẫn sẽ tiếp tục tăng trong ngắn hạn.**

Chính sách tiền tệ toàn cầu thận trọng. Lạm phát tiềm tàng cản trở những nỗ lực nới lỏng

Lộ trình cắt giảm lãi suất của Fed tính tới tháng 01/2026



Lộ trình điều chỉnh lãi suất của ECB tính tới 12/2026



Mỹ

- ❖ CPI tháng 2 tăng 2,4%, không thay đổi so với tháng trước. Tuy nhiên, **lạm phát được dự báo có thể nhích tăng trong các tháng tới**, chủ yếu do giá năng lượng tăng cao trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị leo thang, cùng với áp lực chi phí dịch vụ và tiền lương vẫn duy trì ở mức cao.
- ❖ **Bảng lương phi nông nghiệp của Mỹ trong tháng 3 tăng vượt kỳ vọng**, với số việc làm tăng thêm 303.000, cao hơn đáng kể so với mức dự báo 202.000, **trong khi tỷ lệ thất nghiệp giảm xuống 3,8%**.
- ❖ Ngày 18/3, Fed giữ nguyên lãi suất ở mức 3,5-3,75%, **phản ánh lập trường thận trọng trong bối cảnh các điều kiện vĩ mô chưa đủ cơ sở để tiếp tục nới lỏng**. Dù thị trường vẫn để ngỏ khả năng cắt giảm lãi suất vào tháng 6 khi thất nghiệp nhích tăng, tiêu dùng yếu, nợ công ở mức cao và lập trường ủng hộ cắt giảm lãi suất rõ rệt từ Tổng thống Trump, **chúng tôi cho rằng dự địa nới lỏng hiện vẫn khá hạn chế trong ngắn hạn do lạm phát còn dai dẳng và môi trường bên ngoài tiếp tục tiềm ẩn nhiều bất định**.

EU

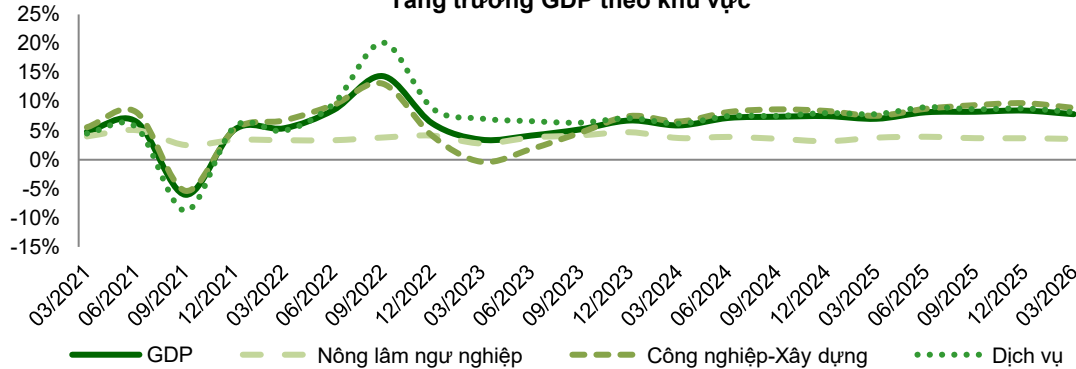
- ❖ Lạm phát khu vực Eurozone nhích tăng từ 1,7% lên 1,9% trong tháng 2. Đồng thời, ECB đã điều chỉnh tăng dự báo lạm phát trung bình lên mức 2,6%, so với mức dự báo 1,9% trước đó, trong khi hạ triển vọng tăng trưởng kinh tế xuống còn 0,9% trong năm 2026. ECB cũng cảnh báo rủi ro lạm phát có thể gia tăng trong trường hợp xung đột tại Trung Đông kéo dài, chủ yếu thông qua kênh giá năng lượng.
- ❖ **ECB giữ nguyên lãi suất ở mức 2% vào ngày 19/3. ECB nhiều khả năng sẽ duy trì lập trường thận trọng và giữ nguyên mặt bằng lãi suất trong ngắn hạn nhằm đánh giá đầy đủ tác động từ xung đột Trung Đông**.

Nhìn chung, trong ngắn hạn, các NHTW lớn trên thế giới nhiều khả năng sẽ duy trì lập trường thận trọng, với xu hướng chủ đạo là giữ nguyên lãi suất ở mặt bằng hiện tại và tiếp tục nhấn mạnh cách tiếp cận dựa trên dữ liệu. Tuy nhiên, chúng tôi không loại trừ khả năng một số NHTW trong năm 2026 có thể quay lại xu hướng thắt chặt nếu rủi ro lạm phát gia tăng dưới tác động của giá năng lượng, chi phí vận tải và áp lực giá dịch vụ, trong bối cảnh bất định địa chính trị tại Trung Đông tiếp tục diễn biến phức tạp. Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng USD nhiều khả năng sẽ tiếp tục được hỗ trợ, qua đó gia tăng áp lực lên tỷ giá USD/VND trong ngắn hạn.

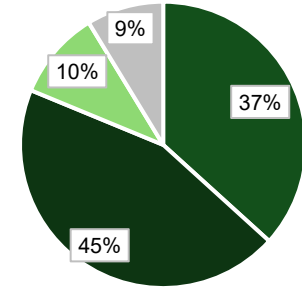
KHU VỰC DỊCH VỤ TIẾP ĐÀ TĂNG ĐI CÙNG SỰ TRỞ LẠI MẠNH MẼ CỦA KHU VỰC SẢN XUẤT

- GDP quý 1/2026 của Việt Nam ước tính tăng 7,83% so với cùng kỳ năm trước. Đây là mức tăng khả quan trong bối cảnh kinh tế toàn cầu vẫn đối mặt với nhiều căng thẳng và xung đột địa chính trị.
- Động lực tăng chủ yếu đến từ khu vực Công nghiệp, xây dựng và khu vực Dịch vụ.
 - Công nghiệp chế biến, chế tạo: Sự phục hồi mạnh mẽ của các đơn hàng xuất khẩu điện tử, máy tính và dệt may từ các thị trường chủ chốt là động lực chính.
 - Ngành Xây dựng: Tăng trưởng ấn tượng nhờ sự cộng hưởng từ (i) tiến độ giải ngân đầu tư công cho các dự án hạ tầng chiến lược (đường cao tốc Bắc-Nam giai đoạn 2, sân bay Long Thành) đang ở giai đoạn cao điểm; (ii) sự ấm lại của thị trường bất động sản công nghiệp và nhà ở xã hội, thúc đẩy hoạt động xây dựng dân dụng quay trở lại.
 - Du lịch và Vận tải: Sau các chính sách nới lỏng visa và kích cầu, lượng khách quốc tế trong quý 1/2026 đạt mức kỷ lục mới. Điều này kéo theo sự tăng trưởng mạnh của các ngành dịch vụ lưu trú, ăn uống và vận tải hành khách.

Tăng trưởng GDP theo khu vực



Tỷ trọng đóng góp GDP theo ngành



▪ Công nghiệp xây dựng ▪ Dịch vụ ▪ Nông lâm thủy sản ▪ Khác

Công nghiệp, xây dựng



8,92%

GDP Q1.26

7,83%

Nông, lâm nghiệp & thủy sản



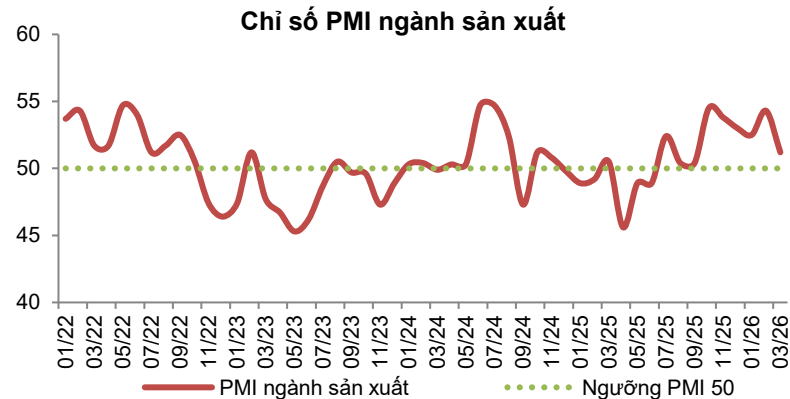
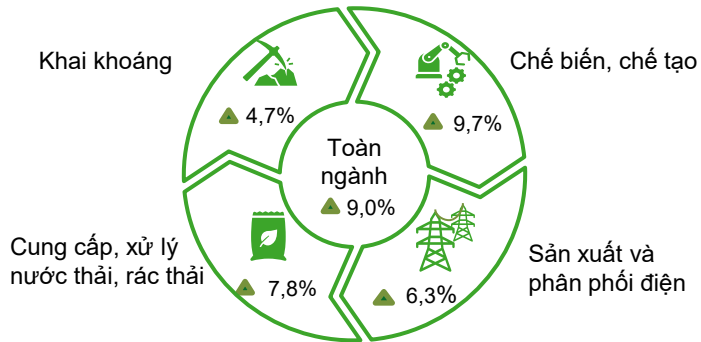
3,58%



8,18%

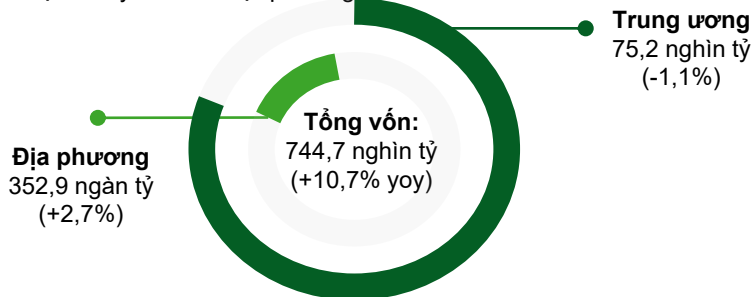
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- PMI tháng 3/2026 giảm xuống 51,2 điểm khi đã tăng sản lượng và đơn hàng chậm lại do áp lực chi phí. Tình trạng này khiến việc làm sụt giảm, giao hàng chậm trễ và niềm tin kinh doanh rơi xuống mức thấp nhất trong 6 tháng qua.

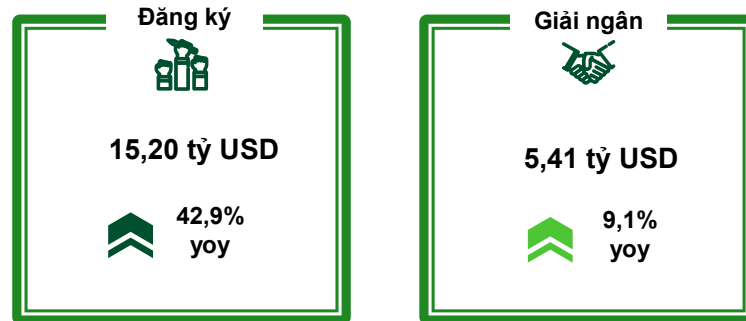


Hoạt động đầu tư trong quý đầu năm

Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước chỉ tăng nhẹ so với cùng kỳ và được ghi nhận chủ yếu ở các địa phương.

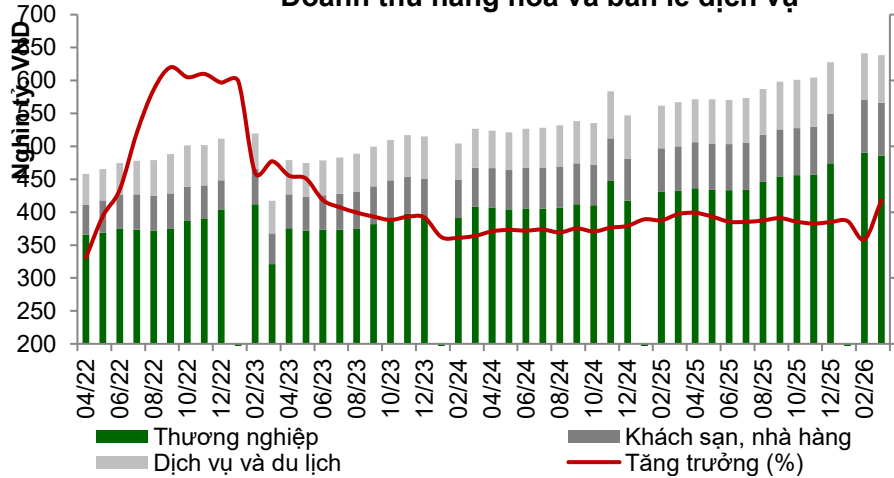


Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong quý đầu năm



CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG.

Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ



Tổng mức bán lẻ hàng hóa
+10,9% yoy



Bán lẻ hàng hóa
+10,9% yoy



Lưu trú ăn uống
+13,3% yoy



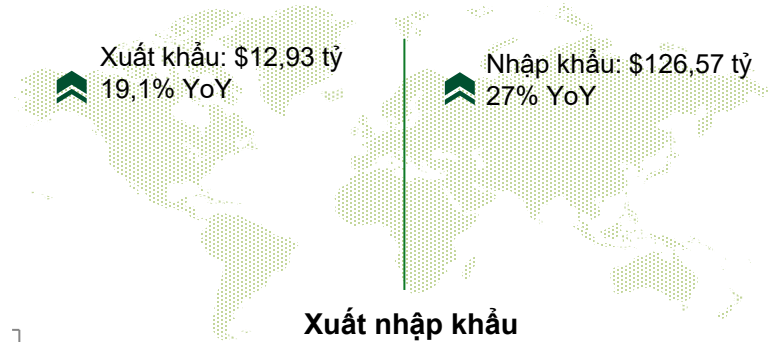
Dịch vụ lữ hành
+12,5% yoy



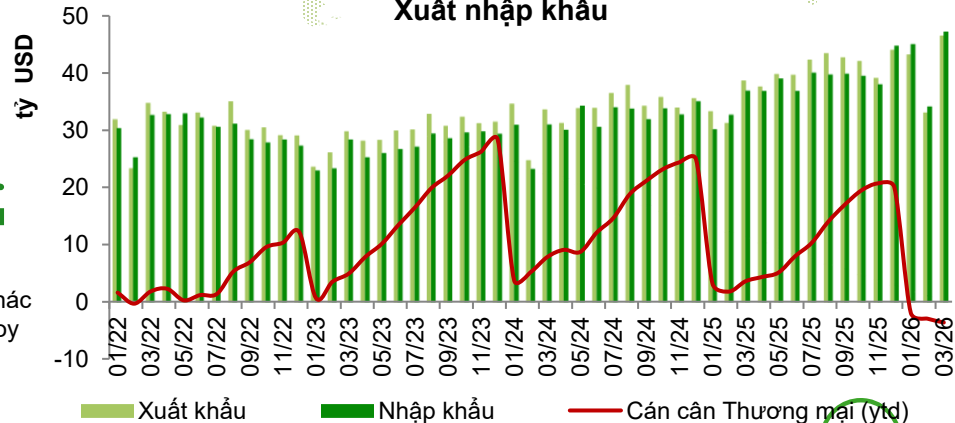
Dịch vụ khác
+8,0% yoy

XUẤT KHẨU TIẾP TỤC LÀ ĐIỂM SÁNG BỨC TRANH KINH TẾ.

- Tính chung quý I/2026, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 249,5 tỷ USD, tăng 23% so với cùng kỳ năm trước, trong đó xuất khẩu tăng 19,1%; nhập khẩu tăng 27%. Cán cân thương mại hàng hóa nhập siêu 3,64 tỷ USD.

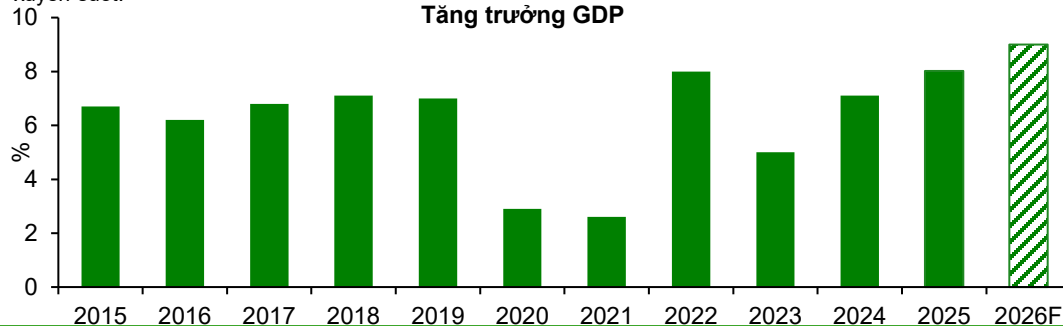


Xuất nhập khẩu

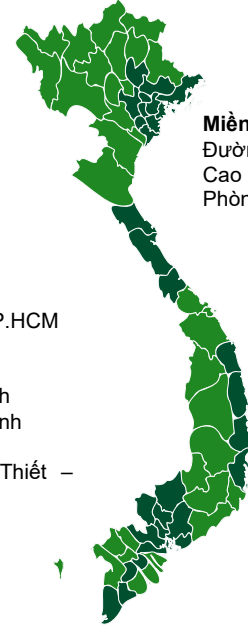


VCBS DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG NĂM 2026 CÓ THỂ ĐẠT KHOẢNG 8-10%

- VCBS cho rằng nếu xung đột chiến sự kéo dài và leo thang, Việt Nam sẽ đối mặt với tăng chi phí sản xuất, đặc biệt với các mặt hàng như xăng dầu, nhiên liệu bay, hoá chất và nguyên liệu thô phục vụ sản xuất, dẫn đến lạm phát tổng thể cao hơn, giảm biên lợi nhuận doanh nghiệp và có thể gây suy yếu sức cạnh tranh của nền kinh tế.
- Trước áp lực này, Chính phủ đã giảm thuế môi trường, thuế xăng dầu về 0% để bình ổn giá. Đồng thời, các hoạt động ngoại giao tích cực đã diễn ra trong thời gian gần đây nhằm hỗ trợ và đảm bảo nguồn cung xăng dầu. Trong ngắn hạn, điều này giúp ổn định tâm lý thị trường, và giảm áp lực chi phí cho người dân và doanh nghiệp. Tuy nhiên, trong dài hạn, nếu giá dầu thế giới neo cao, áp lực lên ngân sách nhà nước vẫn sẽ rất lớn.
- Trong bối cảnh bất ổn tại các khu vực khác, Việt Nam vẫn có thể tận dụng sự dịch chuyển chuỗi cung ứng toàn cầu, và đang củng cố vị thế là một điểm đến an toàn. Dòng vốn FDI sẽ đầu tư vào lĩnh vực công nghệ cao, bán dẫn và năng lượng xanh.
- Sự lãnh đạo của Chính phủ đóng vai trò là "kim chỉ nam" quyết định triển vọng tăng trưởng dài hạn của Việt Nam thông qua việc kiến tạo một môi trường vĩ mô ổn định và minh bạch.
- Trong giai đoạn tới, đầu tư công được coi là một công cụ then chốt và mang tính chiến lược để hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai.
- Dịch vụ được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ các chính sách thu hút khách quốc tế hiệu quả và xuyên suốt.



Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2025 - 2030



Miền Bắc

Đường Vành đai 4 Hà Nội
Cao tốc Ninh Bình – Hải Phòng

Miền Nam

Đường Vành đai 3 TP.HCM
Sân bay Long Thành
Biên Hòa – Vũng Tàu
Bến Lức – Long Thành
TP.HCM – Chơn Thành
TP.HCM – Mộc Bài
Dầu Giây – Phan Thiết – Vĩnh Hảo

Hoạt động giải ngân đầu tư công và tiến độ triển khai các dự án hạ tầng dự báo sẽ đặc biệt được đẩy mạnh trong giai đoạn tới

LẠM PHÁT CƠ BẢN TĂNG 3,19% SO VỚI CÙNG KỶ

Cập nhật Tháng 3/2026

CPI 3/26:
+1,23% mom, +4,65% yoy, +2,44% ytd
Lạm phát cơ bản
+3,96% yoy

Dự báo Tháng 4/2026

Lạm phát:
0,52% - 0,57% mom
Tương ứng
5,11% - 5,17% yoy

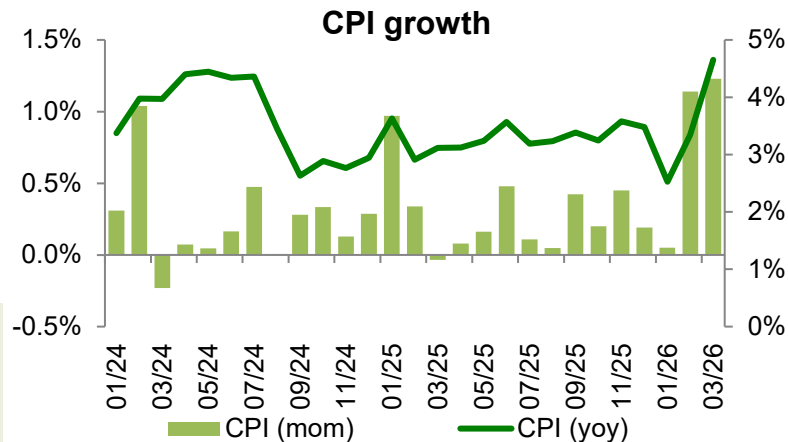
Dự báo cả năm 2026

Lạm phát bình quân:
Dự kiến có thể đạt quanh
ngưỡng 4,48% - 5,45%

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) bình quân quý 1/2026 tăng 3,51% so với cùng kỳ năm trước, trong đó tính riêng tháng 3 chỉ số CPI tăng 1,23% so với tháng trước chủ yếu là do ảnh hưởng từ các xung đột vũ trang tại khu vực Trung Đông làm đứt gãy chuỗi cung ứng toàn cầu, giá dầu diezen trong nước đã tăng 57,03% và giá xăng tăng 29,72%.

Giá năng lượng thế giới tiếp tục được dự báo neo ở ngưỡng cao, hiệu ứng chi phí đẩy diễn ra. Điều này kéo theo giá lương thực, thực phẩm, vận tải và nguyên vật liệu tiếp tục tăng và neo ở mức cao, kéo theo áp lực lên lạm phát trong tháng tới.

VCBS kỳ vọng lạm phát dự kiến có thể đạt quanh ngưỡng 4,5% - 5,5% trong năm 2026

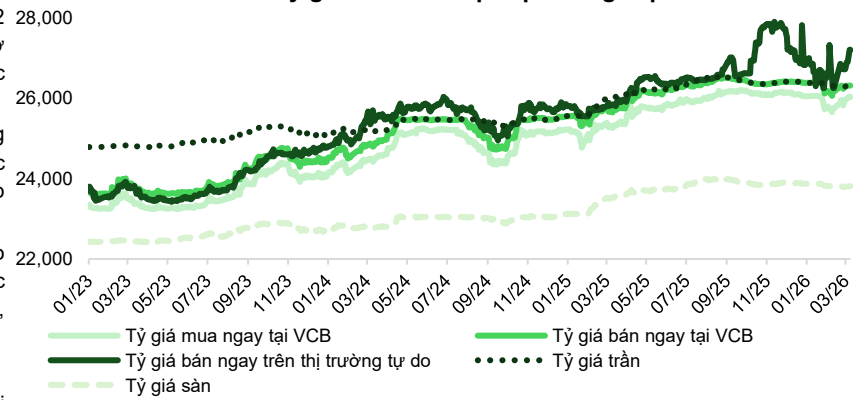


⚠ Trước căng thẳng địa chính trị leo thang, chúng tôi cũng lưu ý rủi ro lạm phát nhập khẩu trong trường hợp USD mạnh lên đồng thời giá năng lượng tăng cao. Việt Nam có thể chịu tác động kép từ biến động tỷ giá và giá hàng hóa quốc tế, qua đó tạo áp lực lớn lên CPI, hiệu ứng chi phí đẩy sẽ diễn ra rõ hơn trong các quý tiếp theo nếu căng thẳng địa chính trị kéo dài.

Tỷ giá điều chỉnh giảm trong tháng 2 nhưng chịu áp lực trong tháng 3

- So với cuối quý 4.2025, tỷ giá trung tâm điều chỉnh giảm nhẹ 19 điểm xuống ngưỡng 25.102 USD/VND, tỷ giá tại các NHTMCP cũng ghi nhận mức giảm tương ứng khi giá bán ra ở ngưỡng 26.357 (-20 điểm). Tuy nhiên, tại thị trường tự do tỷ giá bật tăng mạnh hơn với mức tăng khoảng 520 điểm và đạt ngưỡng 26.920 tại cuối Quý I.2026
- Tỷ giá điều chỉnh giảm trong tháng 2; tuy nhiên, bật tăng cuối quý: Trong bối cảnh gia tăng lo ngại Fed trì hoãn chu kỳ nới lỏng lâu hơn dự kiến, cùng với tâm lý thận trọng trước các rủi ro địa chính trị dự kiến tiếp tục củng cố vai trò trú ẩn của đồng USD trong ngắn hạn, áp lực lên tỷ giá trong nước gia tăng rõ rệt.
- Trước áp lực tỷ giá, NHNN đã triển khai kênh bán USD kỳ hạn 180 ngày có hủy ngang cho các TCTD âm trạng thái ngoại tệ, với mức giá 26.850 VND/USD. Công cụ này cho phép các ngân hàng chủ động tiếp cận nguồn ngoại tệ trong tương lai nhằm cân bằng trạng thái, đồng thời đáp ứng nhu cầu thanh toán nhập khẩu và các nghĩa vụ nợ đến hạn.

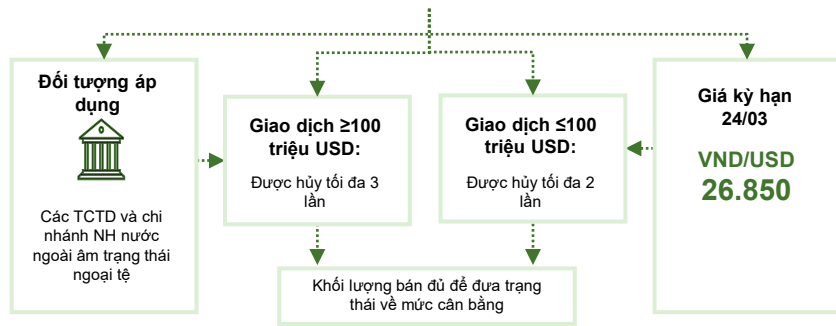
Diễn biến tỷ giá USD/VND tại thị trường Việt Nam



Chúng tôi duy trì áp lực tỷ giá trong Quý II 2026 dựa trên những yếu tố sau:

- Trong môi trường bất định địa chính trị gia tăng, dòng vốn toàn cầu theo đó có xu hướng tái phân bổ sang nắm giữ các tài sản trú ẩn an toàn như vàng, USD và trái phiếu Kho bạc Mỹ, qua đó hỗ trợ đã tăng của DXY trong ngắn hạn.
- Tính đến cuối quý 1, theo CME Watchtool thị trường tiếp tục kỳ vọng Fed sẽ giữ nguyên mức lãi suất 3,5% - 3,75% trong các kỳ họp FOMC trong Quý II sẽ tiếp tục là yếu tố hỗ trợ đồng USD, trong đó dự báo sẽ không còn lặn hạ lãi suất trong năm 2026
- Trong bối cảnh giá dầu thế giới tiếp tục neo ở ngưỡng cao, các doanh nghiệp đầu mối xăng dầu và điện lực phải huy động lượng lớn USD lớn hơn khiến cho nhu cầu USD trong nước tiếp tục dự báo cao trong quý II.
- Giá vàng trong nước vẫn giao dịch cao hơn giá vàng thế giới khoảng 20%, điều này khiến cho nhu cầu USD trong nước tiếp tục ở ngưỡng cao nhằm phục vụ mục đích nhập vàng vào thị trường nội địa.

NHNN bán USD kỳ hạn 180 ngày hủy ngang cho các TCTD có trạng thái âm ngoại tệ



VND được dự báo giảm giá tương đối so với đồng USD với mức biến động hợp lý khoảng 3-5% cho cả năm 2026.

Lãi suất huy động tăng nhanh từ đầu năm đến nay

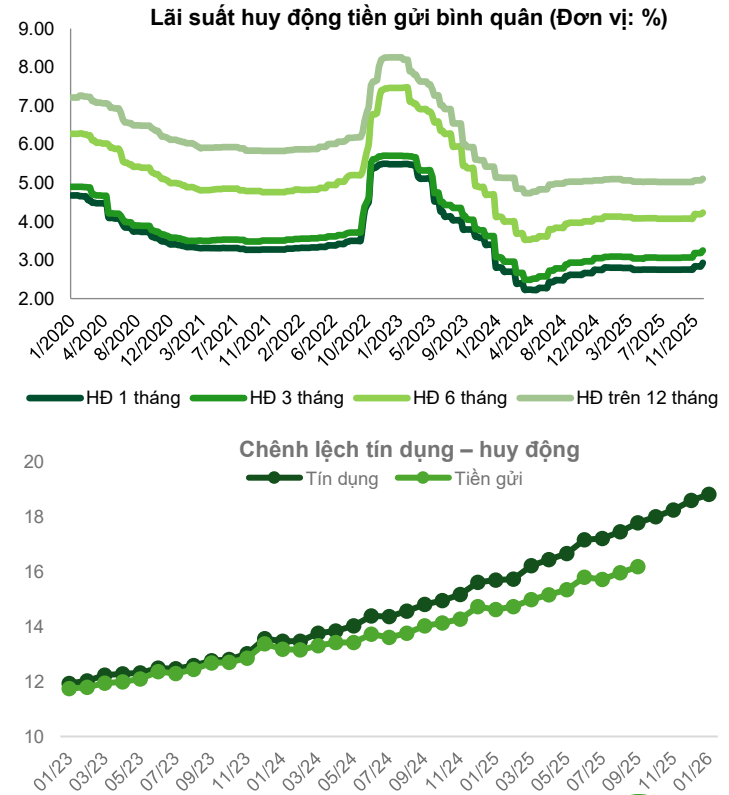
- ▼ Từ đầu năm đến cuối tháng 3, mặt bằng LSHĐ đã tăng khoảng 20-60 bps, chủ yếu tại các kỳ hạn từ 6 đến 12 tháng. Cá biệt một số ngân hàng đã tăng 100-150bps, đưa lãi suất lên 8-9% đối với kỳ hạn 12 tháng và 24 tháng, nhằm cải thiện cấu trúc nguồn vốn trung – dài hạn, đảm bảo chỉ tiêu an toàn vốn.
- ▼ Tuy nhiên, đầu tháng 4, dưới định hướng điều hành nhằm ổn định kinh tế vĩ mô và yêu cầu giảm mật bằng lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và ổn định thanh khoản hệ thống, các NHTMCP đã đồng loạt điều chỉnh giảm LSHĐ, với mức giảm phổ biến khoảng 0,1–0,5%, đặc biệt tại các kỳ hạn 12–24 tháng.

Chúng tôi quan sát thấy định hướng điều hành xuyên suốt của NHNN: đảm bảo các yếu tố ổn định vĩ mô, và hướng tới hỗ trợ tăng trưởng. Theo đó, việc đồng thuận giảm lãi suất huy động của các NHTM là điều kiện cần thiết để có thể giảm lãi suất cho vay đối với doanh nghiệp. Dòng vốn được kiểm soát chặt chẽ tại các lĩnh vực rủi ro, và ưu tiên cho các động lực tăng trưởng mới, doanh nghiệp vừa và nhỏ (SMEs), và lĩnh vực công nghệ cao.

Mặc dù vậy, VCBS cho rằng vẫn tồn tại áp lực huy động vốn lên hệ thống ngân hàng:

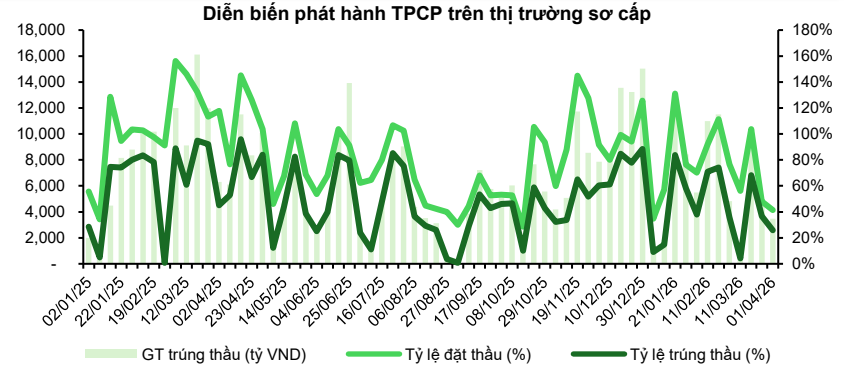
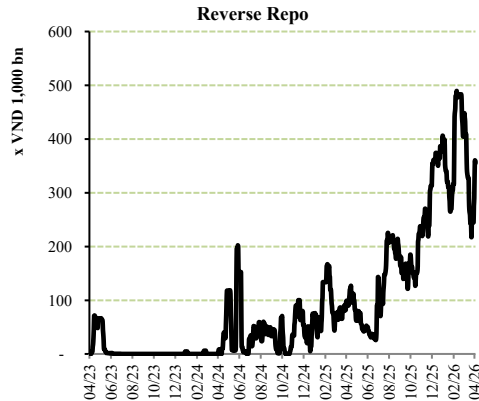
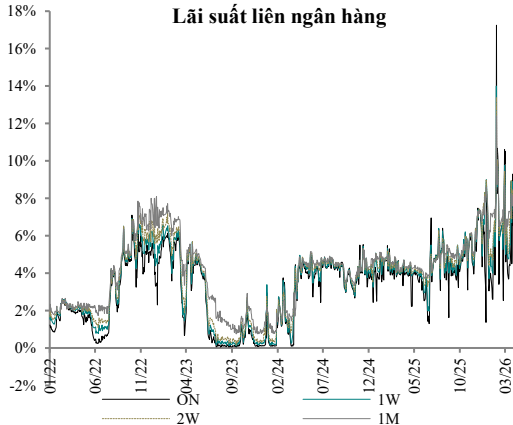
- Nhu cầu vốn trung và dài hạn gia tăng mạnh khi nhiều dự án hạ tầng quy mô lớn được triển khai.
- Tăng trưởng tín dụng đã và đang cao hơn tăng trưởng huy động trong một thời gian tương đối dài, khiến tỷ lệ cho vay trên huy động (LDR) của nhiều ngân hàng duy trì ở mức cao.
- Ngoài ra, áp lực tỷ giá gia tăng trong bối cảnh rủi ro địa chính trị leo thang và Fed trì hoãn nới lỏng, qua đó đặt ra yêu cầu duy trì chênh lệch lãi suất VND–USD ở mức hợp lý nhằm ổn định dòng vốn và tỷ giá;

- ▼ **Mặt bằng LSHĐ đang có dấu hiệu đi ngang và khó có khả năng tăng thêm nhờ sự chỉ đạo quyết liệt từ NHNN nhằm hỗ trợ kinh tế và đảm bảo các yếu tố ổn định vĩ mô.** Ngoài ra, tín dụng được định hướng tập trung vào các động lực tăng trưởng bền vững như sản xuất kinh doanh, xuất khẩu, nông nghiệp công nghệ cao và các dự án chuyển đổi xanh.



Thanh khoản hệ thống không còn dồi dào, lãi suất liên ngân hàng tiếp tục neo ở ngưỡng cao

- Thanh khoản hệ thống ghi nhận nhiều thời điểm căng thẳng khi NHNN chuyển sang rút ròng qua kênh OMO sau giai đoạn bơm ròng mạnh phục vụ nhu cầu dịp Tết, khiến dư nợ cầm cố đã giảm đáng kể gần một nửa. Diễn biến này kéo theo mặt bằng lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh trở lại tại một số thời điểm trong tháng 3.
- Bên cạnh đó, cầu tín dụng duy trì ở mức cao trong khi tăng trưởng huy động còn chậm, dù lãi suất huy động đã ních tăng, cho thấy dòng vốn vào hệ thống vẫn hạn chế, cơ cấu nguồn vốn vẫn phụ thuộc lớn vào tiền gửi ngắn hạn, **làm thanh khoản hệ thống dễ xuất hiện căng thẳng cục bộ**. Đồng thời, áp lực tỷ giá gia tăng trở lại cũng đã khiến thanh khoản thu hẹp hơn trong tháng 3.
- Trước diễn biến trên, NHNN đã linh hoạt sử dụng các công cụ điều tiết thanh khoản. Cụ thể, NHNN triển khai **bán ngoại tệ kỳ hạn 180 ngày có hủy ngang** nhằm hỗ trợ các TCTD cân bằng trạng thái ngoại tệ và giảm nhu cầu găm giữ USD. Đồng thời, NHNN **bơm ròng** trở lại qua kênh OMO với quy mô lớn, chủ yếu tập trung ở các kỳ hạn ngắn 7–14 ngày, qua đó giúp lãi suất liên ngân hàng nhanh chóng hạ nhiệt về vùng 4–5% vào cuối tháng 3.

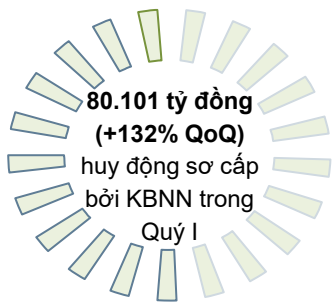


- LSLNH kỳ hạn ngắn có thể ổn định hơn trong ngắn hạn khi áp lực cuối quý dần hạ nhiệt** và NHNN được kỳ vọng sẽ tiếp tục điều hành thanh khoản theo hướng linh hoạt và đều đặn hơn thông qua kênh OMO, góp phần hạn chế biến động giật cục như giai đoạn trước.
- Tuy nhiên, tác động hỗ trợ từ kênh OMO chủ yếu chỉ mang tính **điều tiết tạm thời, giải quyết vấn đề ngắn hạn**, do vấn đề cốt lõi vẫn nằm ở **cấu trúc nguồn vốn của một số ngân hàng khi nhu cầu vốn trung – dài hạn tiếp tục gia tăng trong khi nguồn vốn huy động vẫn chủ yếu ngắn hạn**.
- Bước sang quý II, thanh khoản hệ thống dự kiến tiếp tục chịu áp lực trong bối cảnh nhu cầu giải ngân tăng mạnh, định hướng giảm LSHĐ có thể làm chậm tốc độ cải thiện nguồn vốn đầu vào tại một số ngân hàng, đặc biệt là nhóm quy mô vừa và nhỏ hoặc có tăng trưởng tín dụng cao. Bên cạnh đó, khối lượng OMO đáo hạn trong tháng 4 vẫn ở mức lớn. **Trên cơ sở đó, chúng tôi cho rằng thanh khoản dự kiến kém dồi dào, LSLNH sẽ tiếp tục neo ở mức tương đối cao trong thời gian tới, đặc biệt tại các kỳ hạn trung và dài hạn.**

Khối lượng bất tăng mạnh và lợi suất bất duy trì đà tăng

Kỳ hạn 5 năm
640 tỷ đồng
Lợi suất EoM:
3,60% (+30 bps QoQ)

Kỳ hạn 10 năm
78,511 tỷ đồng
Lợi suất EoM
4,11% (+11 bps QoQ)



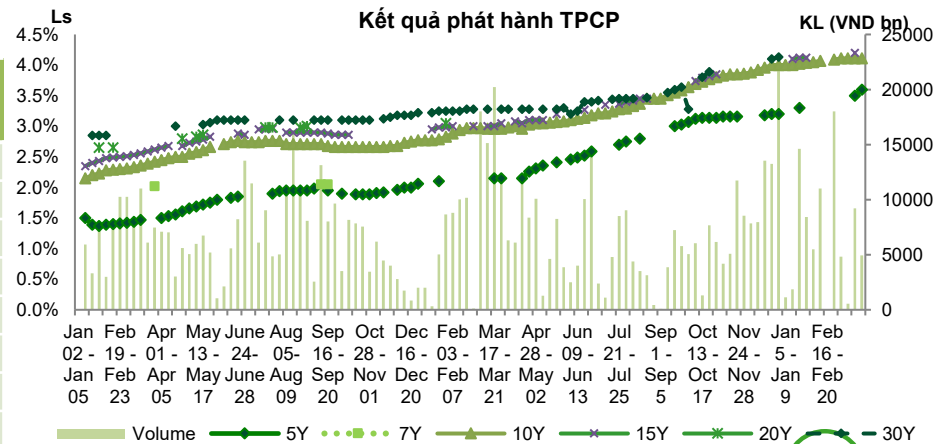
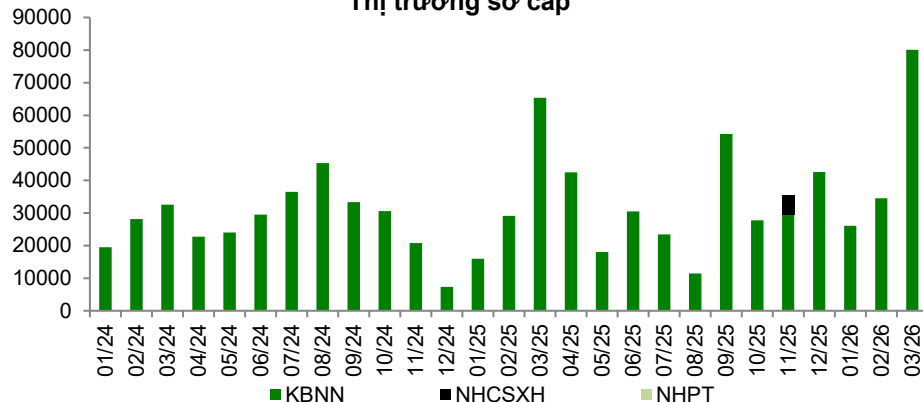
Kỳ hạn 15 năm
950 tỷ đồng
Lợi suất EoM:
4,20% (+10 bps QoQ)

Cập nhật Kế hoạch phát hành năm Quý I 2026

Đơn vị: tỷ đồng

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026	Kế hoạch Q1	Phát hành Q1	% KH phát hành Q1.2026	% Phát hành 2026
3Y	-	0	0	0%	-
5Y	-	27.000	640	2%	-
7Y	-	2.000	0	0%	-
10Y	-	65.000	78.511	121%	-
15Y	-	17.000	950	6%	-
20Y	-	3.000	0	0%	-
30Y	-	6.000	0	0%	-
Tổng	500.000	120.000	80.101	66,8%	12,1%

Thị trường sơ cấp

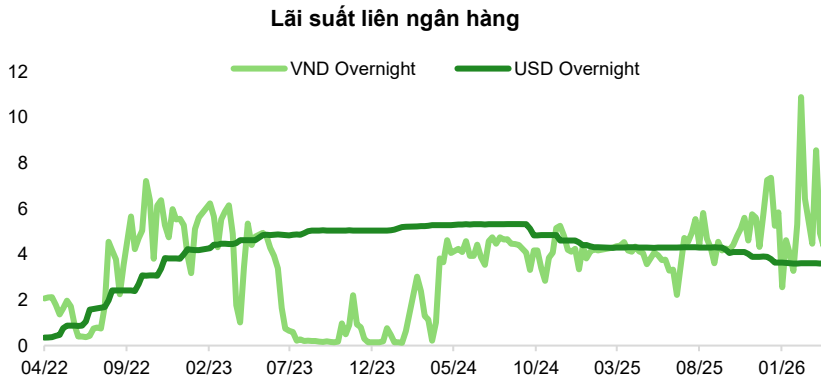
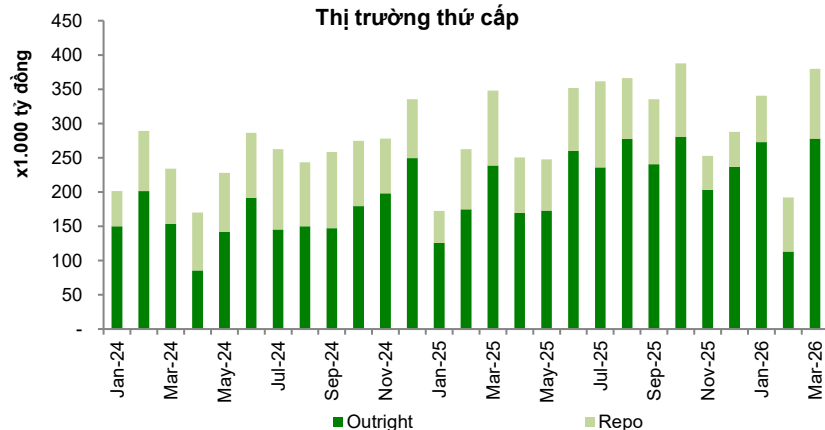
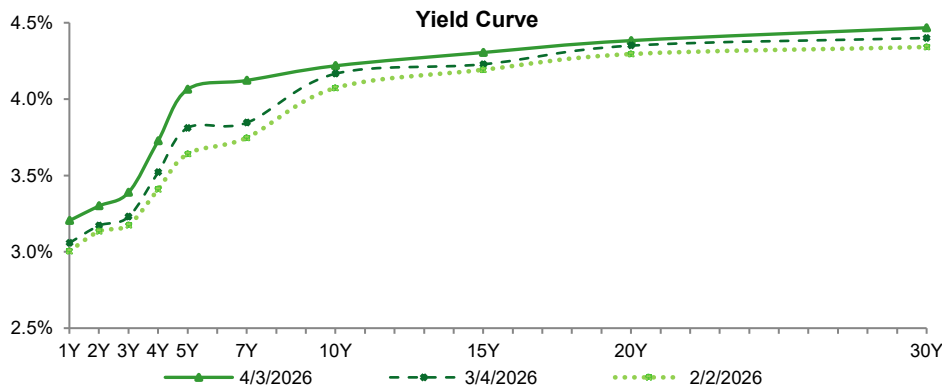


Lợi suất bất tăng tuy nhiên khối lượng giảm nhẹ trong quý

844.125 tỷ đồng (-11% QoQ, +8% YoY) được giao dịch trên thị trường thứ cấp với giảm tương đối so với quý trước. Lợi suất trái phiếu tăng mạnh trong bối cảnh LSLNH duy trì ở ngưỡng cao

VCBS dự báo lợi suất sẽ tăng nhẹ trong quý tới với những yếu tố sau:

- KBNN tiếp tục chịu áp lực phát hành lượng Trái phiếu lớn trong Quý II, khi tỷ lệ phát hành chỉ đạt ở mức 66,8% trong Quý I và 12,1% kế hoạch cả năm 2026. Do đó, VCBS dự báo áp lực phát hành có thể được đẩy mạnh ở Quý II, kéo theo lợi suất có dự địa tăng lớn nhằm thu nhà đầu tư
- Áp lực tỷ giá được chúng tôi dự báo sẽ duy trì trong Quý II, trong bối cảnh chiến tranh Iran – Israel chưa hạ nhiệt, dòng vốn toàn cầu theo đó có xu hướng tái phân bổ sang nắm giữ các tài sản trú ẩn an toàn như vàng, USD và trái phiếu Kho bạc Mỹ, qua đó hỗ trợ đà tăng của DXY trong Quý II. Bên cạnh đó, thị trường tiếp tục kỳ vọng Fed sẽ giữ nguyên mức lãi suất 3,5% - 3,75% trong các kỳ họp FOMC trong Quý II, điều này sẽ tiếp tục là yếu tố hỗ trợ đồng USD
- Thanh khoản liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ duy trì ở ngưỡng thắt chặt trong quý II và lãi suất có thể duy trì trên ngưỡng 5.5% ở phần lớn các kỳ hạn.



Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Kinh tế Trưởng

dklinh@vcbs.com.vn

Nguyễn Hoàng Tuấn Minh

Chuyên gia Kinh tế Cao cấp

nhtminh@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Chuyên viên Phân tích

ntmtrang@vcbs.com.vn

