

BÁO CÁO VĨ MÔ THÁNG 5.2026



- Ngày 22/5, Kevin Warsh chính thức nhậm chức Chủ tịch Fed, củng cố kỳ vọng Fed sẽ duy trì lập trường thận trọng, ưu tiên kiểm soát lạm phát, Kết hợp với những yếu tố trên, Fed nhiều khả năng giữ nguyên lãi suất trong cuộc họp tháng 6; tuy nhiên, nếu áp lực giá tiếp tục dai dẳng, khả năng thắt chặt trở lại trong nửa cuối năm có thể diễn ra.
- Xung đột Mỹ – Iran hiện ở trạng thái giằng co kéo dài: hai bên vừa duy trì đối đầu quân sự cường độ thấp, vừa giữ kênh đàm phán mở, nhưng chưa đạt được bất kỳ đột phá nào.
- Trong tháng Năm, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 99,07 tỷ USD, tăng 3,2% so với tháng trước và tăng 25,8% so với cùng kỳ năm trước, Cán cân thương mại hàng hóa nhập siêu 13,8 tỷ USD.
- Chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 5 tăng CPI tăng 0,29% so với tháng trước. Trong đó, nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng cao nhất với 6,64%; giao thông tăng 5,22%; hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 4,77%.
- Chênh lệch giữa tỷ giá USD tự do và tỷ giá ngân hàng đã thu hẹp đáng kể, hiện chỉ còn ở mức rất thấp, VCBS cho rằng tỷ giá chỉ chịu áp lực tăng nhẹ trong tháng tiếp theo.
- Thanh khoản hệ thống chịu áp lực, NHNN nói lại nghiệp vụ swap USD/VND kỳ hạn 14 ngày, nhằm bổ sung thanh khoản VND ngắn hạn cho hệ thống.
- Chúng tôi cho rằng áp lực tăng lên LSHĐ hiện hữu; thậm chí, xu hướng tăng trên diện rộng có thể quay trở lại, nếu không xuất hiện thêm các động thái hỗ trợ thanh khoản: (1) Áp lực tỷ giá, lạm phát hiện hữu; (2) Một số ngân hàng cần cân đối nguồn vốn, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng vẫn cao hơn huy động.
- Thị trường trái phiếu chính phủ: VCBS cho rằng lãi suất liên ngân hàng vẫn duy trì ở ngưỡng cao sẽ kéo theo xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu.

Tín hiệu thắt chặt tiền tệ quay trở lại tại các NHTW lớn

Mỹ



Trong tháng 4, số việc làm phi nông nghiệp tăng 11,000 việc làm, vượt xa dự báo, Trong khi đó, tỷ lệ thất nghiệp giữ nguyên ở mức 4,3% và gần như đi ngang trong 4 tháng liên tiếp, **Nhìn chung, mức độ suy yếu của thị trường lao động chưa đủ lớn để tạo áp lực buộc Fed nhanh chóng cắt giảm lãi suất**



CPI tháng 4 tăng 3,8% YoY; CPI lõi cũng tăng lên 2,8% YoY, Đáng chú ý, áp lực lạm phát không chỉ đến từ giá năng lượng, mà còn có dấu hiệu lan rộng sang các nhóm hàng hóa và dịch vụ khác, qua đó làm gia tăng rủi ro lạm phát cơ bản dai dẳng hơn



Ngày 22/5, Kevin Warsh chính thức nhậm chức Chủ tịch Fed, củng cố kỳ vọng Fed sẽ duy trì lập trường thận trọng, ưu tiên kiểm soát lạm phát, **Kết hợp với những yếu tố trên, Fed nhiều khả năng giữ nguyên lãi suất trong cuộc họp tháng 6; tuy nhiên, nếu áp lực giá tiếp tục dai dẳng, khả năng thắt chặt trở lại trong nửa cuối năm không thể bị loại trừ**

EU



Kinh tế Eurozone phục hồi chậm với tăng trưởng yếu, chỉ tăng 0,1% trong Q1



Trong khi đó, lạm phát hàng năm Eurozone trong tháng 4 tăng lên 3%, vượt xa mục tiêu 2%, chủ yếu là do giá năng lượng tăng tới 10,9% svck



Thị trường đang kì vọng 92% khả năng ECB tăng lãi suất 25 bps lên 2,25% vào cuộc họp 11/6, và khả năng có thêm một đợt tăng nữa trước cuối năm 2026

Trung Quốc



Đà phục hồi sau quý I đang yếu dần, hoạt động kinh tế giảm tốc ở nhiều lĩnh vực



Trong tháng 4, dù sản xuất trong nước chững lại, xuất khẩu vẫn tăng 14,1% YoY



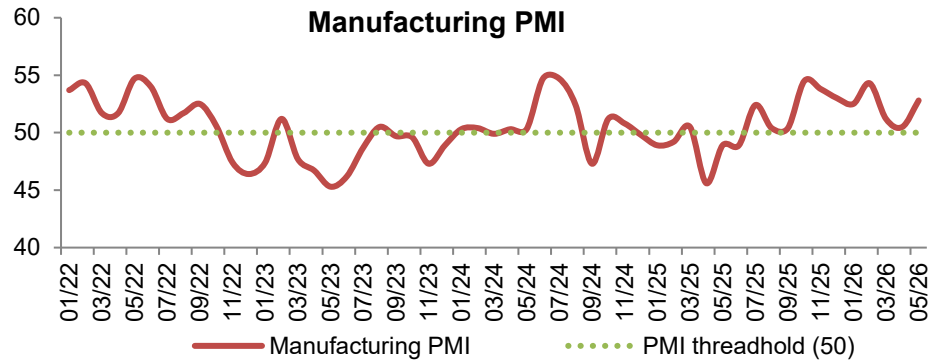
Phía cầu nội địa vẫn là lực cản chính, Doanh số bán lẻ tháng 4 chỉ tăng 0,2% YoY, cho thấy tiêu dùng hộ gia đình và niềm tin tiêu dùng còn yếu. Bên cạnh đó, đầu tư bất động sản 4T giảm mạnh 13,7%



CSTT tiếp tục theo hướng hỗ trợ: PBOC đã hạ lãi suất khoản vay chính sách kỳ hạn 1 năm xuống mức thấp kỷ lục, nhắm giảm chi phí vốn hỗ trợ tăng trưởng kinh tế

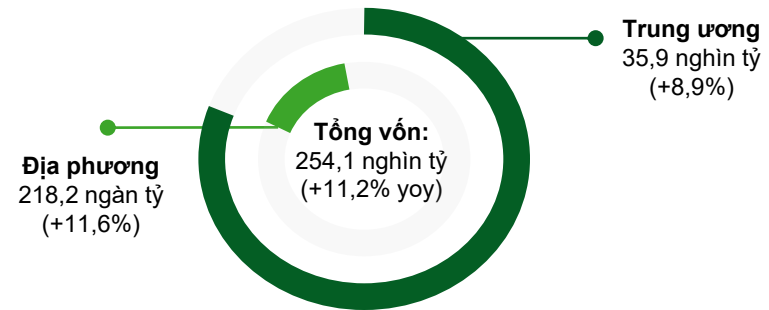
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- Chỉ số PMI tháng 5 đạt 52,8 điểm, Trong đó có 3 điểm nhấn nổi bật: Số lượng đơn đặt hàng mới và hoạt động mua hàng tăng trở lại; Sản lượng tăng đáng kể; Tốc độ tăng chi phí đầu vào tiếp tục gia tăng.



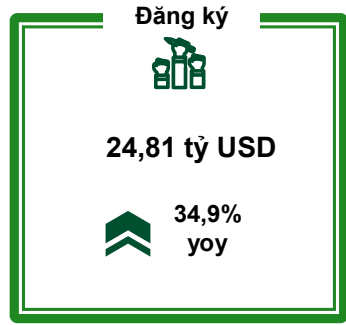
Hoạt động đầu tư trong 5 tháng đầu năm

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,



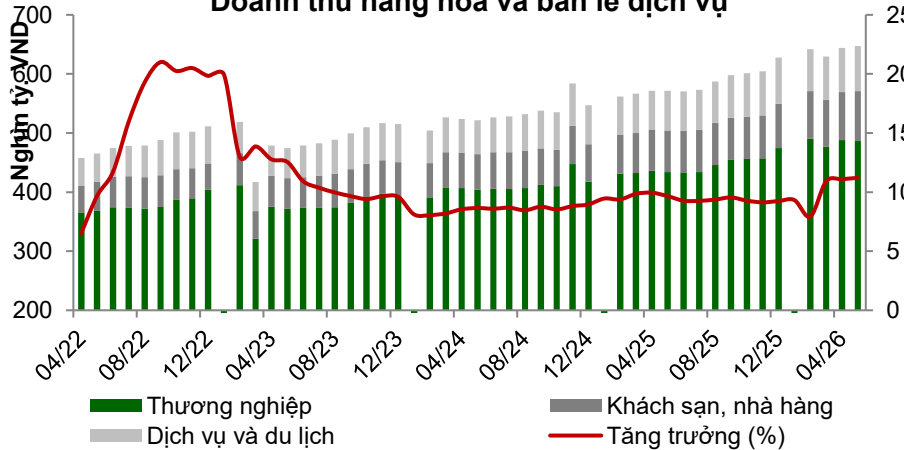
- Tính đến hết ngày 21/5/2026, cả nước giải ngân 182.544 tỷ đồng, đạt 18% kế hoạch Thủ tướng giao, thấp hơn về tỷ lệ so với cùng kỳ năm 2025 (24,1%).
- Tuy nhiên, năm nay quy mô vốn lớn hơn hẳn (trên 1 triệu tỷ đồng) và các địa phương giữ lại 5% vốn để chuẩn bị cho dự án đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng, khiến tỷ lệ chung bị kéo xuống. Chuyển biến rõ nhất nằm ở khâu giải phóng mặt bằng — "điểm nghẽn" cố hữu của đầu tư công. Hà Nội đang dồn lực cho loạt công trình trọng điểm như Vành đai 2,5, cầu Tứ Liên và các cầu vượt, trục đô thị dọc sông Hồng, đặt mục tiêu bàn giao mặt bằng trước 30/6/2026 nhờ điều hành quyết liệt và gắn trách nhiệm người đứng đầu.
- VCBS kỳ vọng Giải ngân đầu tư công sẽ được đẩy mạnh trong giai đoạn tiếp theo, và đưa Giải ngân trong 6 tháng đầu năm có thể đạt 365.000 tỷ đồng (tương đương khoảng 35-36% kế hoạch cả năm). Theo đó, Giải ngân đầu tư công là một trụ cột quan trọng đối với Tăng trưởng GDP.

Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong 5 tháng đầu năm



CẦU TIÊU DÙNG TĂNG TRƯỞNG,

Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ



Tổng mức bán lẻ hàng hóa +11,2% yoy



Bán lẻ hàng hóa +11,1% yoy



Lưu trú ăn uống +13,3% yoy



Dịch vụ lữ hành +12,2% yoy



Dịch vụ khác +9,1% yoy

CÁN CÂN THƯƠNG MẠI HÀNG HÓA NHẬP SIÊU 5 THÁNG LIÊN TIẾP

- Trong tháng Năm, tổng kim ngạch xuất, nhập khẩu hàng hóa đạt 99,07 tỷ USD, tăng 3,2% so với tháng trước và tăng 25,8% so với cùng kỳ năm trước, **Cán cân thương mại hàng hóa nhập siêu 13,8 tỷ USD**
- Với lượng FDI đăng ký và giải ngân tăng trưởng tích cực, các doanh nghiệp FDI thường có xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu máy móc, linh kiện và nguyên liệu đầu vào vào quý 1 và 2 để phục vụ cho các đơn hàng xuất khẩu dự kiến tăng cao trong quý 3 và quý 4 (phục vụ mùa cao điểm cuối năm tại các thị trường lớn như Mỹ, EU)

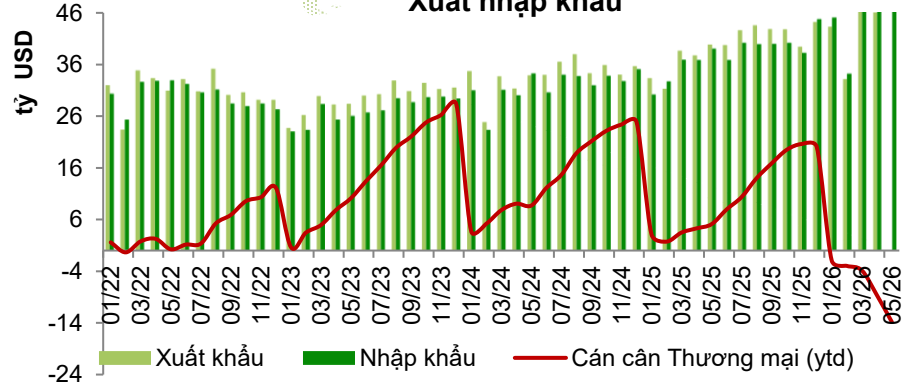


Xuất khẩu: \$168,53 tỷ
+19,7% YoY



Nhập khẩu: \$175,64 tỷ
+28,7% YoY

Xuất nhập khẩu



LẠM PHÁT CƠ BẢN TĂNG 4,04% SO VỚI CÙNG KỲ

Cập nhật
Tháng 5/2026

CPI 5/26:
+0,29% mom, +5,60% yoy,
+3,61% ytd
Lạm phát cơ bản: +4,04% yoy

Dự báo
Tháng 6/2026

Lạm phát:
0,40% - 0,45% mom
Tương ứng
5,41% - 5,46% yoy

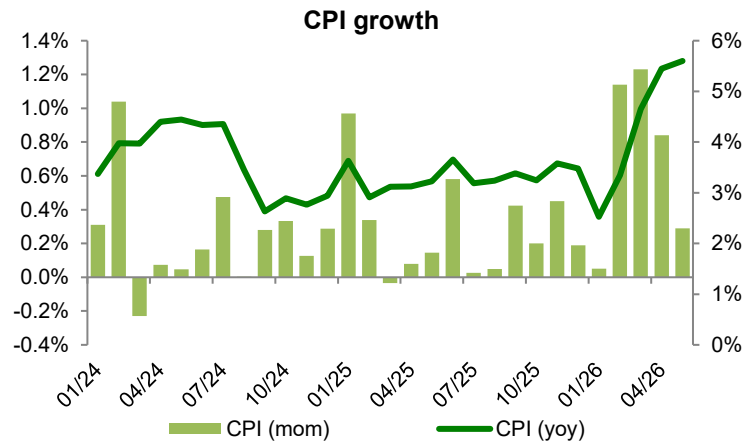
Dự báo
cả năm 2026

Lạm phát bình quân:
Dự kiến có thể đạt quanh
ngưỡng 4,6% - 5,1%

Chỉ số giá tiêu dùng CPI tháng 5 tăng CPI tăng 0,29% so với tháng trước, Trong đó, nhóm nhà ở, điện nước, chất đốt và vật liệu xây dựng tăng cao nhất với 6,64%; giao thông tăng 5,22%; hàng ăn và dịch vụ ăn uống tăng 4,77%

Xu hướng tăng giá kéo dài của mặt hàng lương thực, thực phẩm được dự báo sẽ tiếp tục tạo áp lực lên chỉ số lạm phát trong tháng tới, Đồng thời, sức ép từ chi phí đẩy do đà tăng mạnh của giá dầu thế giới cũng sẽ là biến số tác động tiêu cực đến mục tiêu kiểm soát lạm phát

VCBS kỳ vọng lạm phát dự kiến có thể đạt quanh ngưỡng 4,6% - 5,1% trong năm 2026



▼ Áp lực lạm phát nhập khẩu tại Việt Nam đang gia tăng do tác động cộng hưởng từ tình hình địa chính trị phức tạp và sức mạnh của đồng USD, đặc biệt thông qua kênh giá năng lượng và hàng hóa, Giá dầu thế giới neo ở vùng cao lâu hơn dự kiến có thể mục tiêu kiểm chế lạm phát của Việt Nam sẽ đối mặt với thách thức lớn trước làn sóng chi phí đẩy từ bên ngoài

Chênh lệch giữa tỷ giá USD tự do và tỷ giá ngân hàng đã thu hẹp đáng kể, hiện chỉ còn ở mức rất thấp

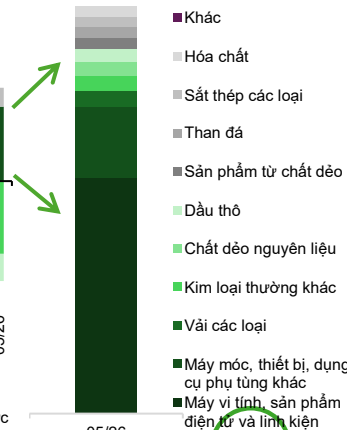
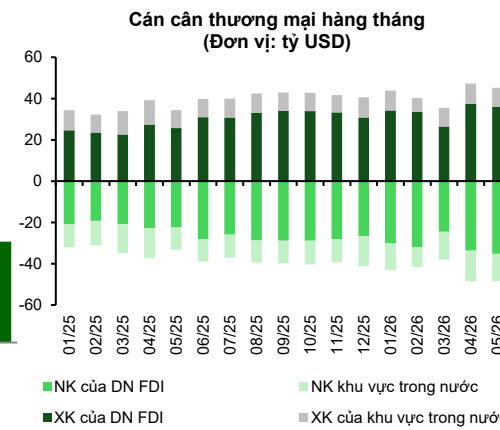
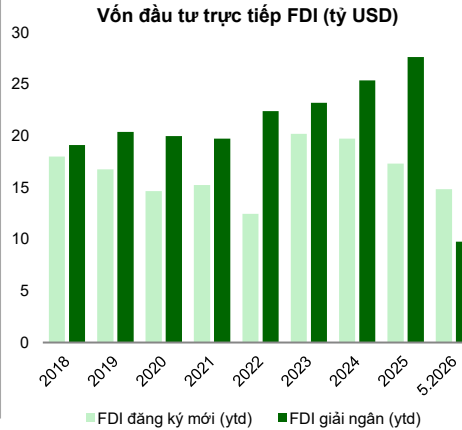
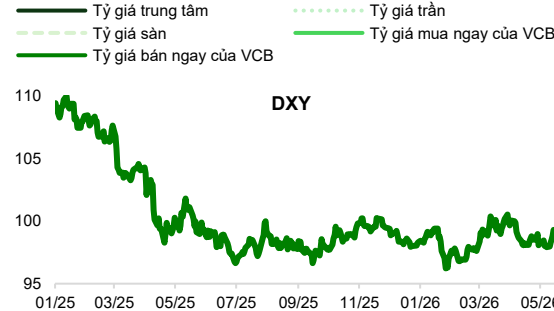
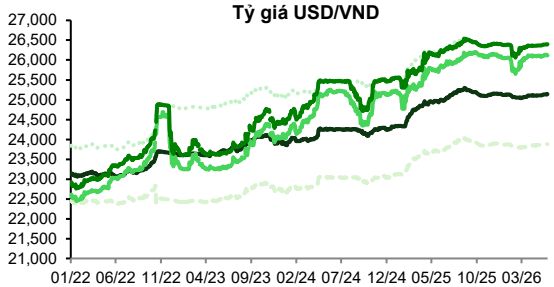
- Tỷ giá trên thị trường tự do tiếp tục giảm mạnh trong tháng 5, đưa chiều bán về vùng 26,420-26,450 VND/USD (thấp hơn 350-400 đồng so với đầu tháng)
- Trong tháng 5, tỷ giá tại các NHTMCP tiếp tục nhích tăng và neo sát vùng trần; tuy nhiên, VND chỉ mất giá 0,07% so với USD từ đầu năm

Trong tháng tới, tỷ giá USD/VND vẫn sẽ chịu áp lực tăng:

- Lộ trình Fed cắt giảm lãi suất chậm hơn so với dự kiến, qua đó tiếp tục hỗ trợ sức mạnh đồng USD,
- Rủi ro lạm phát nhập khẩu vẫn cần được theo dõi, đặc biệt trong bối cảnh giá năng lượng và chi phí một số nhóm hàng đầu vào nhập khẩu có thể duy trì ở mức cao, làm gia tăng giá trị nhập khẩu và nhu cầu mua ngoại tệ thanh toán của doanh nghiệp

Chúng tôi cho rằng tỷ giá chỉ chịu áp lực tăng nhẹ, nhờ một số yếu tố hỗ trợ:

- Dòng vốn FDI giải ngân duy trì tích cực và được kì vọng tiếp tục được đẩy mạnh
- Tăng trưởng xuất khẩu được kì vọng tích cực tăng tốc trong các tháng tới khi hoạt động sản xuất bước vào giai đoạn chuẩn bị cho các đơn hàng nửa cuối năm, Đáng chú ý, tuy việc nhập khẩu nhiều nguyên vật liệu, máy móc, thiết bị và linh kiện (chủ yếu từ khu vực FDI) trong 5T,2026 dẫn tới nhập siêu, chúng tôi cho thấy đây thực chất thể hiện nhu cầu đầu vào phục vụ sản xuất – xuất khẩu vẫn tương đối tích cực, và kì vọng chuyển hóa thành mặt hàng xuất khẩu sau một đồ trễ nhất định, qua đó hỗ trợ nguồn cung ngoại tệ trong thời gian tới

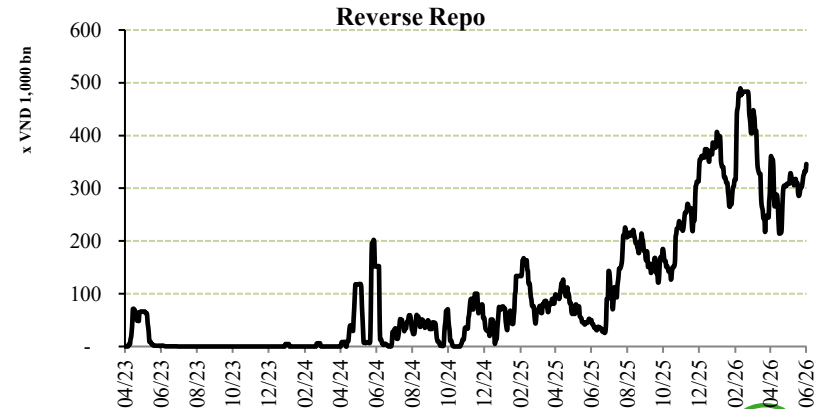
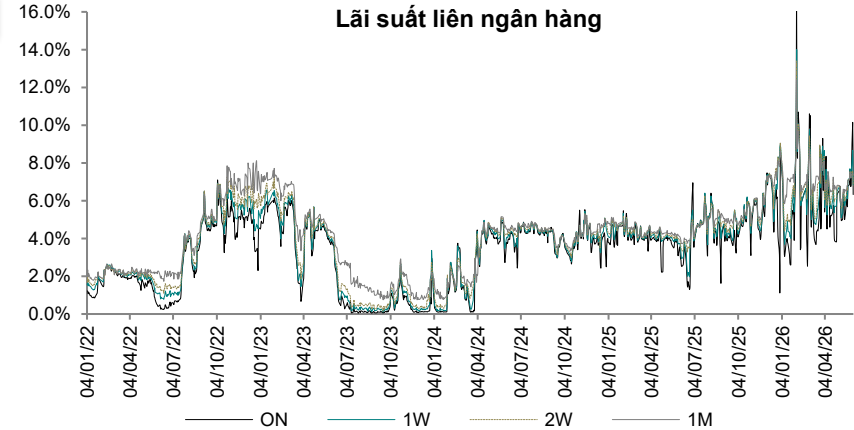


Thanh khoản hệ thống chịu áp lực, NHNN tăng cường điều hành

- ▼ Trong tháng 5, lãi suất LNH duy trì ở vùng cao, áp lực thanh khoản tăng rõ hơn về cuối tháng. Cụ thể:
 - Các kì hạn ngắn đồng loạt nhích tăng, trong đó lãi suất ON và 1W tiến sát vùng 7-7,6%/năm
 - Lãi suất các kì hạn trung và dài hạn vẫn neo ở ngưỡng cao, quanh 7,2 – 8,4%/năm
- ▼ **Đáng chú ý, lãi suất ON (01/06) tăng đột biến lên vùng trên 10%/năm, có thời điểm quanh 11–13%/năm, trước khi hạ nhiệt trong phiên sau đó**
- ▼ Tuy nhiên, **VCBS đánh giá nhịp tăng giật mạnh này chủ yếu chỉ mang tính thời điểm, do nhu cầu cân đối trạng thái thanh khoản và thanh toán tăng mạnh sau kỳ chốt cuối tháng**
- ▼ Về bản chất, thanh khoản hệ thống đã có dấu hiệu thắt chặt từ đầu năm đến nay, chủ yếu do chênh lệch giữa tín dụng và huy động toàn hệ thống hiện đang bị nới rộng đáng báo động, tăng từ 920 nghìn tỷ đồng (cuối năm 2025) lên 1,41 triệu tỷ đồng (tính đến 25/5/2026), Riêng đối với cấu phần VND, mức chênh lệch đạt gần 1,97 triệu tỷ đồng, tiệm cận ngưỡng 2 triệu tỷ đồng, báo hiệu áp lực thanh khoản nghiêm trọng trong nửa cuối năm
- ▼ Do đó, khi nhu cầu vay mượn ngắn hạn tăng cục bộ tại một số ngân hàng, đặc biệt ở kỳ hạn qua đêm, lãi suất có thể phản ứng rất nhanh và vọt lên mức cao trong một số phiên
- ▼ Theo đó, sau khi yếu tố thời điểm, lãi suất liên ngân hàng có thể dần ổn định trở lại

Động thái can thiệp của NHNN giúp hạ nhiệt lãi suất

- NHNN đã tăng cường hỗ trợ thanh khoản để hạ nhiệt lãi suất ngắn hạn theo hướng linh hoạt
- ▼ 01/06, NHNN bơm 35,003 tỷ đồng qua OMO, tương ứng bơm ròng khoảng 13,619 tỷ đồng, kì hạn 7-56 ngày
- ▼ NHNN nối lại nghiệp vụ swap USD/VND kỳ hạn 14 ngày, quy mô chào thầu tối đa 1 tỷ USD, tỷ giá mua giao ngay 23,932 VND/USD, tỷ giá bán kỳ hạn 23,944 VND/USD, Nghiệp vụ có thể bổ sung tối đa 24,000 tỷ đồng thanh khoản VND ngắn hạn cho hệ thống



Đà giảm của LSHĐ chứng lại rõ rệt so với tháng 4; Áp lực tăng lên LSHĐ hiện hữu

- ▼ **Nhóm QUỐC doanh:** giữ nguyên biểu lãi suất ở hầu hết các kì hạn
- ▼ **Nhóm NHTMCP tư nhân:** diễn biến phân hóa, Một số ngân hàng tiếp tục giảm (VPB, MSB, HDB, STB), ngược lại một số ngân hàng nhỏ (Bảo Việt Bank, NAB, MBV, VCBNeo) tăng khá rõ ở các kì hạn trung và dài (6-24M)
 - LSHĐ BQ 12T nhóm NH lớn không đổi,
 - LSHĐ BQ 12T nhóm NH vừa ở mức 5,72% (-61bps MoM)
 - LSHĐ BQ 12T nhóm NH nhỏ ở mức 6,19% (+9 bps MoM)

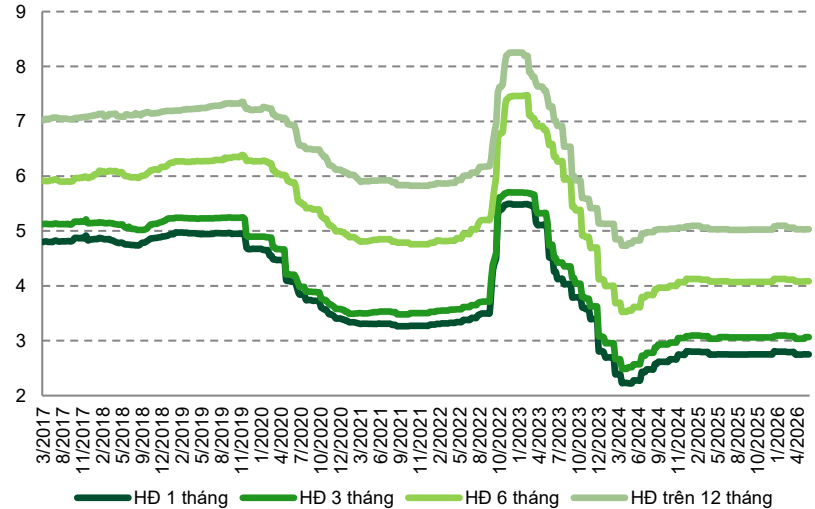
(Số liệu cập nhật ngày 29/5 so với LSHĐ sau chỉ thị)

▼ **Chúng tôi cho rằng áp lực tăng lên LSHĐ hiện hữu;** thậm chí, xu hướng tăng trên diện rộng có thể quay trở lại, nếu không xuất hiện thêm các động thái hỗ trợ thanh khoản: (1) Áp lực tỷ giá, lạm phát hiện hữu; (2) Một số ngân hàng cần cân đối nguồn vốn, trong bối cảnh tăng trưởng tín dụng vẫn cao hơn huy động

▼ Yếu tố cần theo dõi:

- (1) Căng thẳng địa chính trị có thể kéo theo áp lực chi phí đẩy lên lạm phát, Tác động này phần nào làm hạn chế dư địa điều hành của NHNN
- (2) Ngoài ra, ước tính nhập siêu 14 tỷ USD trong 5 tháng đầu năm, có thể kéo theo áp lực tỷ giá, Tuy nhiên, đà tăng của nhập siêu giai đoạn này chủ yếu mang tính ngắn hạn, Các doanh nghiệp đẩy mạnh nhập khẩu linh kiện, máy móc và tư liệu sản xuất để chuẩn bị cho các đơn hàng lớn dự kiến vào nửa cuối năm
- (3) Quyết tâm của Chính phủ trong việc theo đuổi mục tiêu tăng trưởng cao, cùng với các động thái hỗ trợ thanh khoản và tăng trưởng

Lãi suất huy động tiền gửi bình quân (Đơn vị: %)



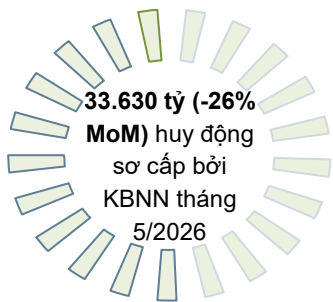
Công văn số 4551/NHNN-CSTT

Công văn số 4551/NHNN-CSTT ngày 30/5 cho phép 25 TCTD không tính phần dư nợ tăng thêm đối với nhà ở xã hội, KCN, và KCX vào dư nợ tín dụng BĐS trong toàn bộ năm 2026, **Công văn mang tính định hướng chính sách: Khuyến khích dòng vốn chảy vào các dự án pháp lý sạch, phục vụ trực tiếp cho an sinh xã hội và sản xuất kinh doanh**

Lãi suất trúng thầu duy trì đà tăng, trong đó khối lượng điều chỉnh giảm

Kỳ hạn 3 năm
150 tỷ đồng
Lợi suất EoM
3,49%

Kỳ hạn 5 năm
15.000 tỷ đồng
Lợi suất EoM
4,00% (+14 bps MoM)



Kỳ hạn 10 năm
18.250 tỷ đồng
Lợi suất EoM
4,25% (+9 bps MoM)

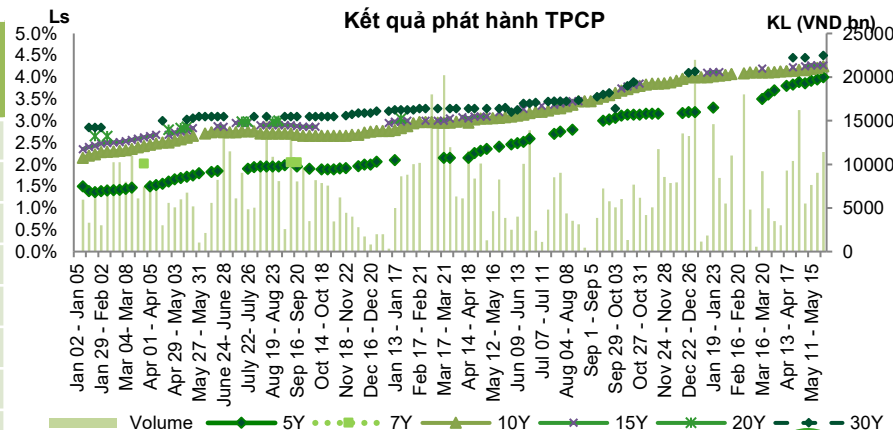
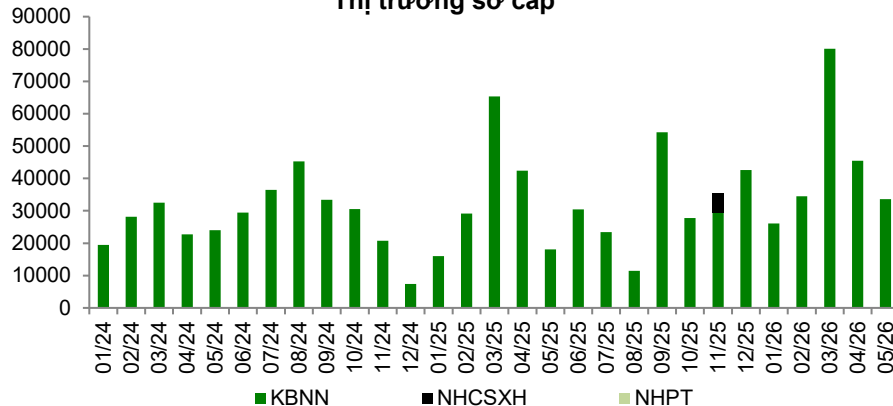
Kỳ hạn 15 năm
200 tỷ đồng
Lợi suất EoM
4,27% (+2 bps MoM)

Kỳ hạn 30 năm
30 tỷ đồng
Lợi suất EoM
4,5% (+5 bps MoM)

Cập nhật kế hoạch phát hành của KBNN

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026	Kế hoạch Q2	Phát hành Q2	% KH phát hành Q2.2026	Phát hành 5T.2026	% Phát hành 2026
3Y	-	2.000	150	0%	150	-
5Y	-	20.000	17.565	88%	18.205	-
7Y	-	2.000	0	0%	0	-
10Y	-	68.000	59.910	88%	138.421	-
15Y	-	14.000	1.400	10%	2.350	-
20Y	-	2.000	0	0%	0	-
30Y	-	2.000	60	3%	60	-
Tổng	500.000	110.000	79,085	71,9%	159,186	31,8%

Thị trường sơ cấp

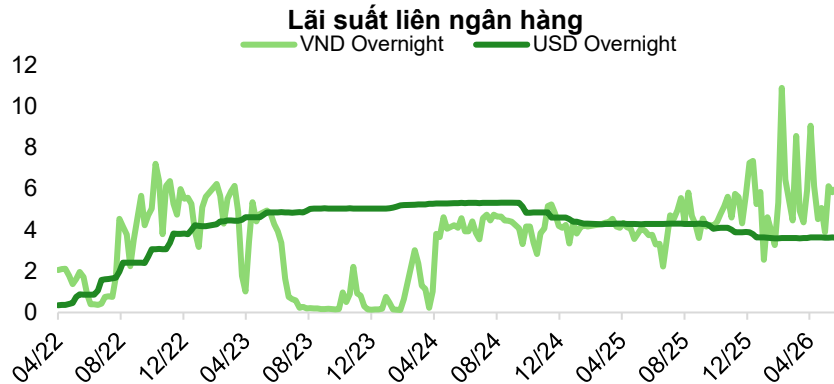
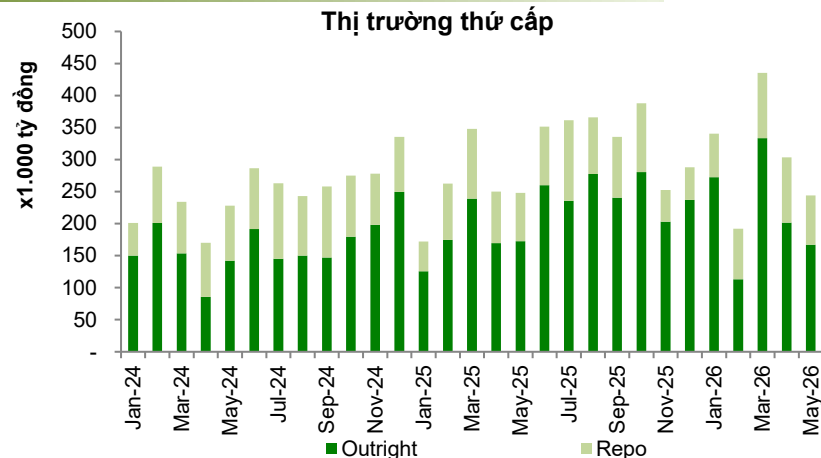
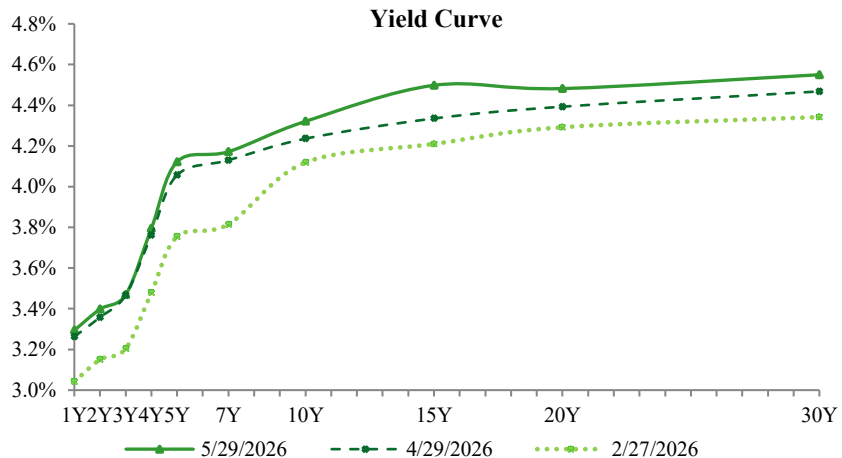


Lợi suất duy trì đà tăng đi kèm với thanh khoản sụt giảm trong tháng

▼ 243,804 tỷ đồng (-20% MoM) được giao dịch trên thị trường thứ cấp trong tháng, Lợi suất trái phiếu duy trì đà tăng trong bối cảnh LSLNH duy trì ở ngưỡng cao

VCBS dự báo lợi suất sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trong tháng tiếp theo:

1. Áp lực phát hành trái phiếu chính phủ lớn hơn, trong bối cảnh chính phủ đẩy mạnh đầu tư công sau khi lãnh đạo mới nhậm chức, do đó lợi suất TPCP cao hơn sẽ hỗ trợ thu hút dòng tiền tốt hơn trong thời gian tới
2. LSLNH neo ở ngưỡng cao, tác động tới xu hướng tăng của lợi suất TPCP
3. Lạm phát và kỳ vọng lạm ở ngưỡng lớn, khiến cho nhà đầu tư yêu cầu mức lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro mất giá tiền tệ.



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