Báo cáo vĩ mô

Báo cáo tháng 5 2026: Chỉ số CPI tiếp tục tăng mạnh trước áp lực từ chi phí nhiên liệu và VLXD ở mức cao

Kinh tế vĩ mô thế giới – NHTW tại các nền kinh tế lớn thận trọng hơn khi lạm phát tiếp tục tăng ảnh hưởng bởi giá dầu neo cao trong T5

Lạm phát tiếp tục tăng tại các nền kinh tế lớn và có thể tiếp tục tăng trong các tháng tới khi chi phí nhiên liệu sẽ phản ánh hoàn toàn vào các cấu phần còn lại của nền kinh tế. Điều này khiến cho NHTW tại các nền kinh tế lớn duy trì quan điểm điều hành lãi suất thận trọng đồng thời tiếp tục đánh giá tác động từ giá dầu lên lạm phát tại nước mình. Tại Mỹ, nội bộ FED thậm chí đã bắt đầu có những ý kiến cân nhắc tăng lãi suất trở lại mặc dù vậy TVS Research cho rằng cơ quan này sẽ duy trì lãi suất trong các tháng tới, tiếp tục đánh giá ảnh hưởng từ giá dầu vào lạm phát. Chúng tôi cũng cho rằng khả năng tăng lãi suất trở lại có thể chỉ diễn ra sớm nhất từ Q4 2026.

Quá trình điều tra thuế quan của Mỹ đã có diễn biến mới khi Văn phòng đại diện thương mại Mỹ đề xuất lên Tổng thống thuế suất mới áp lên một số mặt hàng của một số nước, trong đó có Việt Nam theo Mục 301 Đạo luật thương mại 1974.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam – Chỉ số CPI tiếp tục tăng mạnh trong T5 2026 do giá nhiên liệu và giá nguyên liệu đầu vào neo ở mức cao so với mức nền so sánh của năm 2025

Chỉ số CPI tháng 5 tăng 5.6% YoY khi giá của các nhóm ngành như hàng ăn & ăn uống ngoài gia đình; Nhà ở & VLXD; Giao thông tiếp tục tăng. Kim ngạch thương mại thâm hụt hơn 13.8 tỷ USD – mức cao nhất trong vòng 15 năm do khu vực kinh tế trong nước tăng nhập khẩu xăng dầu trong bối cảnh giá dầu tăng mạnh và khu vực FDI tăng nhập khẩu linh kiện điện tử.

Thị trường tiền tệ - Tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do nối tiếp đà giảm, lãi suất huy động giữ nguyên so với tháng trước

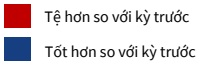
Tỷ giá trên thị trường tự do giảm hơn 1.2% so với thời điểm cuối tháng 4. Chỉ số DXY bình quân trong T5 2026 duy trì ở mức 98.7 điểm dù tình hình chiến tại Trung Đông hạ nhiệt so với trước đó, phần lớn đến từ (1) khả năng về việc Fed giữ nguyên lãi suất trong năm 2026 vẫn ở mức cao và (2) lợi suất TPCP Mỹ các kỳ hạn từ 2-30 năm tăng mạnh.

Chỉ số vĩ mô quốc tế	T4/26	% MoM	%YTD
Lạm phát (%):			
Mỹ (CPI)	3.8%	-	-
Khu vực EU	3.0%	-	-
Trung Quốc	1.2%	-	-
PMI (điểm):	**T5/26**	**+/- MoM**	
Mỹ	54	1.3	-
Khu vực EU	51.4	-0.8	-
Trung Quốc	50	-0.3	-

Chỉ số vĩ mô VN	T5/26	% MoM	%YoY
CPI	5.6%	0.3%	5.6%
PMI sản xuất (điểm)	52.8	2.3	3
IIP (%)	8.8%	3.3%	8.8%
Xuất khẩu (tỷ USD)	46.9	3.1%	18%
Nhập khẩu (tỷ USD)	52.1	6.7%	33.8%
Bán lẻ (nghìn tỷ VND)	647	0.1%	11.8%
ĐTC (nghìn tỷ VND)	53	43%	-25%
FDI giải ngân (tỷ USD)	2.4	18%	8.8%

Thị trường tiền tệ	T5/26	%MoM	%YTD
USD/VND (SBV công bố)	26,395	0.04%	0.07%

Chú thích:



Nguyễn Đức Anh
anhnd@tvs.vn
+84 24 32484820 Ext. 6417
Nguyễn Văn Quang
quangnv@tvs.vn
+84 24 32484820 Ext. 6440

Kinh tế vĩ mô thế giới

Giá dầu giảm nhẹ trong T5 khi quá trình hòa đàm giữa Mỹ và Iran có một số tiến triển mới.

Giá dầu thế giới giảm trong tháng 5 khi giá dầu Brent giảm khoảng 14% từ mức 107 USD/thùng về 93 USD/thùng vào cuối tháng. TVS Research cho rằng một số nguyên giúp giá dầu giảm trong tháng bao gồm:

(1) Nguyên nhân chính đến từ việc cả Mỹ và Iran đều phát đi tín hiệu có thể thống nhất về một thỏa thuận hòa bình sớm ngay trong tháng 5. Cả 2 phía đều chủ động gửi các đoàn đàm phán về các điều khoản hòa bình và kế hoạch phân chia kiểm soát eo biển Hormuz. Mặc dù vậy, quá trình đàm phán này đang bị đình trệ khi 2 bên không thống nhất được các điều khoản chính

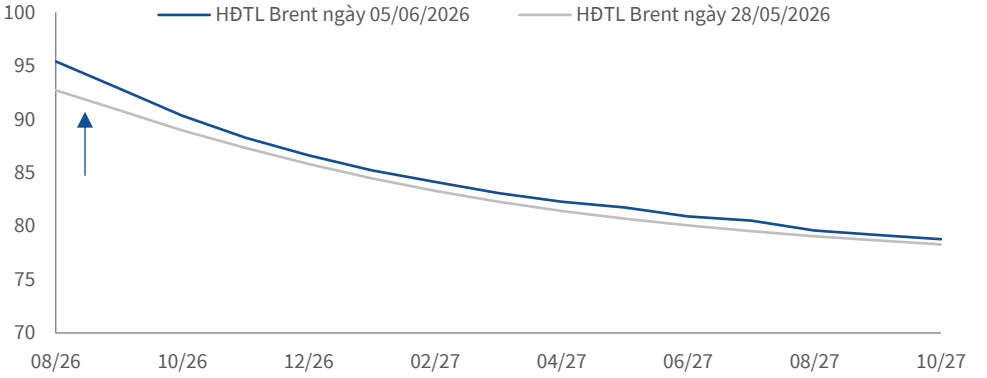
(2) Thứ hai, nhu cầu dầu đang giảm dần do giá dầu đã tăng mạnh và neo cao trong các tháng trước đó. Mức sụt giảm cầu dầu toàn cầu tăng nhanh trong các tháng gần đây theo thống kê của Goldman Sachs, từ mức giảm 2.8 triệu thùng/ngày trong tháng 3 đến mức 5.6 triệu thùng/ngày trong tháng 5. Ngoài ra, nhu cầu về dầu cũng giảm khi nước nhập khẩu dầu lớn nhất thế giới là Trung Quốc giảm nhập khẩu dầu thô về mức 6.3 triệu thùng/ngày trong T5, là mức thấp nhất kể từ tháng 10/2016

(3) OPEC+ tăng sản lượng thêm 206,000 thùng/ngày của tháng 5 và thông báo sẽ tăng thêm 188,000 thùng/ngày trong tháng 6, giúp cải thiện nguồn cung mặc dù vẫn ở mức tăng này hạn chế

Mặc dù vậy, diễn biến giảm của giá dầu đã chững lại vào cuối tháng 5 và đầu tháng 6 khi quá trình đàm phán của Mỹ và Iran ngưng trệ do xung đột tiếp diễn bất chấp thỏa thuận ngừng bắn tạm thời. Ngoài ra, việc Israel tiếp tục tấn công đồng minh Hezbollah của Iran tại Lebanon cũng góp phần khiến Iran không chấp thuận nối lại đàm phán hòa bình với Mỹ. Trong các tháng tới, chúng tôi cho rằng giá dầu vẫn sẽ neo ở mức cao quanh 90 – 100 USD/thùng do thỏa thuận hòa bình giữa Mỹ và Iran khó có thể đạt được. Một số vấn đề chính vẫn còn tồn tại và khó có thể giải quyết sớm bao gồm: (1) điều khoản liên quan đến việc xử lý lượng Uranium làm giàu của Iran, (2) phân chia kiểm soát eo biển Hormuz sau khi đình chiến và (3) Israel ngừng chiến dịch quân sự tại Lebanon nhắm vào lực lượng Hezbollah.

Biểu đồ 1: Đường cong giá dầu tiếp tục tăng tại các kỳ hạn từ cuối tháng 5 phản ánh lo ngại của thị trường về khả năng eo biển Hormuz tiếp tục đóng cửa trong những tháng tới

Đường cong giá dầu Brent forward đến T10 2027 [USD/thùng]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Lạm phát tại các nền kinh tế lớn tiếp tục tăng trong T5 khiến NHTW tại các nước này thận trọng hơn với quyết định điều hành lãi suất.

Với việc giá dầu neo ở mức cao trong T5, lạm phát tại hầu hết các nền kinh tế lớn tiếp tục tăng trong tháng. Sự kiện này cũng khiến NHTW tại các nước này có sự thay đổi quan điểm nghiêng về hướng thận trọng hơn trong thời gian tới.

Tại Mỹ, theo số liệu cập nhật đến T4 2026, chúng tôi cho rằng nền kinh tế nước này đang có những dấu hiệu của tình trạng đình lạm khi các chỉ số phản ánh lạm phát như CPI và PCE đều tăng mạnh lên mức 3.8% YoY chủ yếu do giá xăng dầu tiếp tục leo thang mạnh. Trong khi đó, niềm tin tiêu dùng của người Mỹ theo khảo sát của ĐH Michigan sụt giảm trong tháng 5 do áp lực chi phí sinh hoạt leo thang và chạm mức thấp nhất từ T6 2022. Điều này có thể là dấu hiệu sớm cho sự suy giảm sức mua tại Mỹ trong các tháng tới. Ngoài ra, số lượng lao động mới ngoài nông nghiệp của Mỹ trong tháng 5 tăng thêm 172 nghìn người và giảm dần so với 2 tháng gần nhất cho thấy sự phục hồi của thị trường lao động đang chững lại.

FED hiện vẫn đang giữ thái độ trung lập đối với việc điều hành lãi suất. Bên cạnh đó, quan điểm điều hành của Chủ tịch mới nhậm chức Kevin Warsh có một số khác biệt với người tiền nhiệm: (1) ông cho rằng các chỉ số đo lường lạm phát hiện tại có thể đang phản ánh quá mức lạm phát thực tế và (2) ông Warsh cũng đánh giá vai trò của Bảng cân đối kế toán vốn ít được quan tâm hơn, tương đương với Lãi suất chính sách (FED fund rate). Kết hợp các diễn biến vĩ mô và tình hình nội tại của FED, TVS Research cho rằng FED có thể sẽ chưa thay đổi lãi suất điều hành trong ngắn hạn, ít nhất cho đến Q4 2026. Cơ quan này có thể cần thêm thời gian đánh giá tác động của giá dầu và tình hình chiến sự Trung Đông lên nền kinh tế Mỹ. Đồng thời, FED sẽ dần điều chỉnh quan điểm điều hành chính sách tiền tệ thông qua 2 kênh nói trên thay vì chỉ tập trung vào lãi suất chính sách.

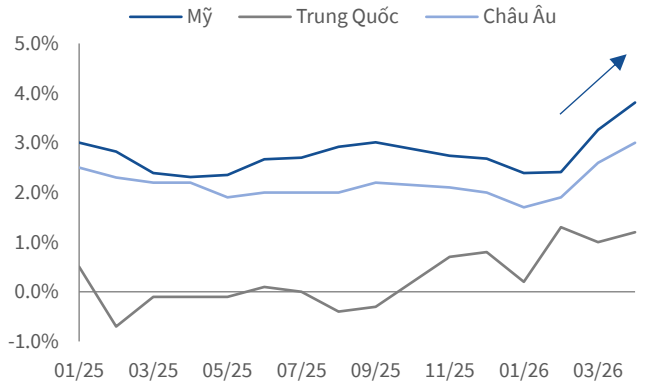
Tại Trung Quốc, theo số liệu cập nhật đến T4 2026, CPI tăng nhẹ lên mức 1.2% YoY, so với mức 1% YoY của tháng trước. Chúng tôi cho rằng việc hạn chế nhập khẩu dầu

và tăng sử dụng kho dự trữ giúp Trung Quốc hạn chế được tác động từ cú sốc cung dầu, giúp lạm phát tại nước này tăng với tốc độ chậm hơn so với các nền kinh tế lớn khác. Bên cạnh đó, chuỗi tăng 4 tháng liên tiếp của CPI đã đưa nền kinh tế Trung Quốc ra khỏi nguy cơ giảm phát. Điều này giúp chính phủ Trung Quốc bớt áp lực phải nới lỏng như giai đoạn đầu năm 2025 và PBOC có thể duy trì lãi suất quanh mức hiện tại với lãi suất trung hạn MLF quanh 1.45% và reverse repo 7 ngày ở mức 1.4%, kéo dài từ T5 2025. Mặc dù vậy, lạm phát tăng trở lại đi kèm tình trạng tiêu dùng đang suy yếu sẽ kéo giảm tốc độ tăng trưởng kinh tế của Trung Quốc cho cả năm 2026. Một số tổ chức kinh tế lớn đã hạ tăng trưởng kinh tế Trung Quốc từ mức 4.8% - 5% vào đầu năm xuống còn 4.4% - 4.6% do lo ngại ảnh hưởng từ cú sốc cung dầu.

Tại châu Âu, lạm phát tăng trở lại và duy trì trên mức mục tiêu 2% của ECB, chủ yếu do giá năng lượng tăng trong tháng. CPI sơ bộ tháng 5 tăng lên mức 3.2% YoY từ mức 3% của tháng 4, còn lạm phát lõi tăng lên 2.5% từ 2.2%, cho thấy áp lực giá không chỉ đến từ năng lượng mà đã lan dần sang nhóm dịch vụ và cấu phần cơ bản của giá cả. Do đó, ECB nghiêng dần sang quan điểm diều hâu hơn trong tháng 5 và một số quan chức của tổ chức này cho biết nếu triển vọng lạm phát không cải thiện thì việc tăng lãi suất các tháng tới là khó tránh khỏi.

Biểu đồ 2: Lạm phát tại các nền kinh tế lớn tiếp tục tăng khi giá dầu thế giới neo ở mức cao

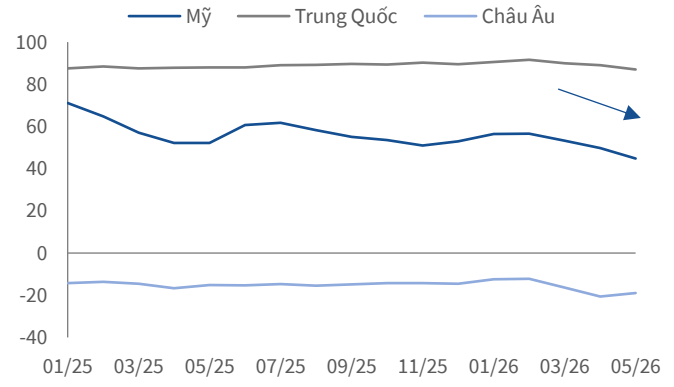
Lạm phát tại một số nền kinh tế lớn trên thế giới tính đến T4 2026 [%]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Biểu đồ 3: Chỉ số niềm tin tiêu dùng tại Mỹ và Trung Quốc tiếp tục giảm trong khi vẫn ở mức suy yếu tại châu Âu

Chỉ số niềm tin tiêu dùng tại Mỹ, Trung Quốc và châu Âu [điểm]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Mỹ đẩy mạnh quá trình điều tra vi phạm nhằm hướng đến áp dụng chính sách thuế quan mới.

Trong T5 2026, Mỹ tiếp tục thực hiện các cuộc điều tra dựa trên cáo buộc tại các Mục 301 và 201. Theo đó, ngày 02/06/2026, Văn phòng Đại diện thương mại Mỹ (USTR) đã đề xuất áp thuế bổ sung đối với hàng hóa nhập khẩu từ 60 nền kinh tế dựa trên mức độ tuân thủ các quy định về lao động. Theo đó, 14 nền kinh tế được đánh giá đáp ứng các tiêu chuẩn này sẽ chịu mức thuế 10%, trong khi 46 nền kinh tế còn lại, chịu mức thuế 12.5%. Tuy nhiên, các mặt hàng loại trừ khỏi phạm vi áp thuế bao gồm: Điện tử - linh kiện, Điện thoại - linh kiện, các mặt hàng đang chịu thuế theo Mục 232 (thép, nhôm, đồng, ...).

TVS Research cho rằng việc USTR đệ trình các mức thuế suất mới theo Mục 301 và 201 mở đường cho một cơ chế thuế mới của Mỹ thay cho chế độ Thuế đối ứng đã bị Quốc hội bác bỏ trước đó. Mức thuế đề xuất 12.5% tại Mục 301 thấp hơn so mức thuế hiện tại áp dụng theo Mục 122 từ T2 2026. Tuy nhiên TVS Research đánh giá đây mới chỉ là bước khởi đầu và hiện chính quyền Tổng thống Trump vẫn tiếp tục thực hiện điều tra theo Mục 201 và sau đó có thể là Mục 232 Đạo luật thương mại mở rộng và Mục 338 Đạo luật thuế nhập khẩu 1930, mặc dù mức độ khả thi thấp hơn do chưa từng có tiền lệ.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Chỉ số CPI T5 2025 tiếp tục chịu áp lực từ giá nhiên liệu đầu vào ở mức cao svck.

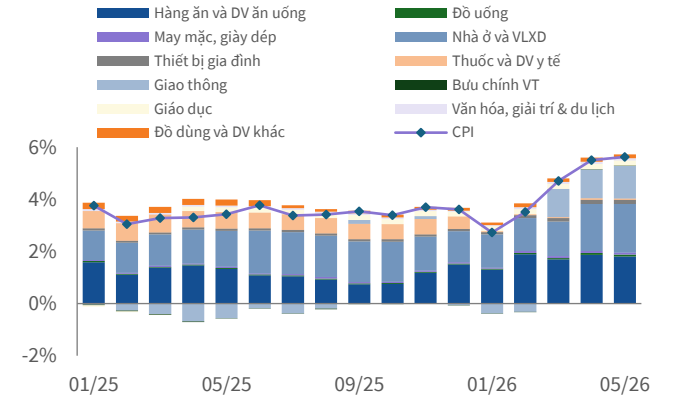
Lạm phát trong tháng 5 nối tiếp áp lực trong tháng trước khi chỉ số CPI T5 2026 tăng 5.6% YoY với đóng góp chính từ 3 nhóm chiếm tỷ trọng lớn nhất hiện nay (hơn 68% tỷ trọng chỉ số CPI) bao gồm Hàng ăn & DV ăn uống, Nhà ở & VLXD và Giao thông. Nhóm Hàng ăn & DV ăn uống tăng 5% YoY (đóng góp 1.8 đpt vào CPI) khi giá dịch vụ ăn uống ngoài gia đình tăng svck do chi phí đầu vào tăng lên. Nhóm nhà ở & VLXD tăng 8.2% YoY, đóng góp 1.9% vào mức tăng (tương đương với tháng trước) do (1) giá VLXD vẫn neo ở mức cao svck (xi măng, gạch đất nung, thép thanh, đá...) do nhu cầu tăng mạnh trong hoạt động xây dựng và nguồn cung khan hiếm do nhiều mỏ vướng giấy phép khai thác (2) giá điện sinh hoạt tăng trong các tháng mùa hè khiến nhu cầu tiêu thụ điện tăng lên.

Tính bình quân trong tháng 5, giá xăng RON 95-III bình quân đạt 24,373 VND/lít (+22.7% YoY) và giá dầu diesel (DO 0,05S-II) đạt 27,886 VND/lít (+61.8% YoY). Giá dầu diesel trong nước vẫn giảm theo giá dầu Platts của Singapore nhờ (1) Trung Quốc nới lỏng hạn ngạch xuất khẩu xăng dầu và (2) biên lợi nhuận lọc dầu (crack-spread) bình quân trong T5 2026 giảm mạnh. Dù giá nhiên liệu có xu hướng hạ nhiệt, TVS Research cho rằng chỉ số CPI sẽ duy trì trên mức 4.5% trong các tháng tới do ảnh hưởng của giá nhiên liệu và chi phí VLXD vẫn ở mức cao svck.

Chúng tôi nâng dự báo lạm phát bình quân trong năm 2026 lên mức trên 4.5% với giá dầu thô bình quân trong năm 2026 nâng lên mức 90 USD/thùng (giả định thỏa thuận hòa bình được ký kết vào đầu Q4 2026). Trong kịch bản tích cực, nếu Mỹ và Iran sớm đạt được thỏa thuận hòa bình trong Q3 2026, giá dầu có thể quay về giao dịch ở mức 80-85 USD/thùng, kéo giảm giá nhiên liệu trong nước và giúp chỉ số CPI bình quân năm 2026 giảm về dưới mức 4.5% YoY.

Biểu đồ 4: CPI tháng 5 tăng 5.6% YoY, với các nhóm hàng hóa chiếm tỷ trọng lớn chịu áp lực từ chi phí đầu vào tăng

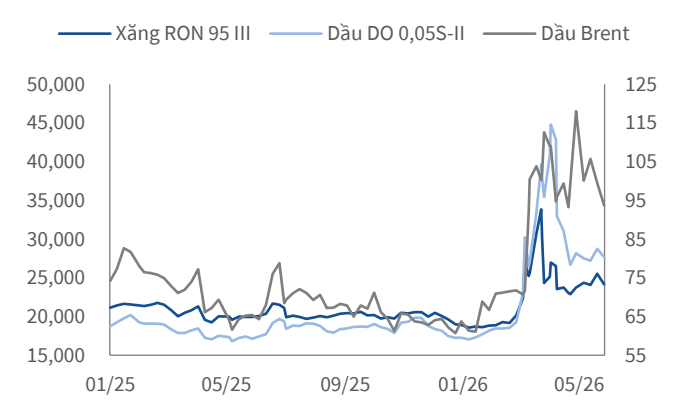
CPI tổng thể và đóng góp của các nhóm từ T1 2024 – Nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 5: Giá xăng dầu bình quân trong tháng 5 giảm so với tháng trước, tuy nhiên vẫn cao svck 2025

Giá xăng RON 95-III & Dầu diesel DO 0,05S-II [VND/lít-bên trái] và giá dầu Brent [USD/thùng-bên phải] từ T1 2024 – Nay



Nguồn: Fred, Petrolimex, TVS Research

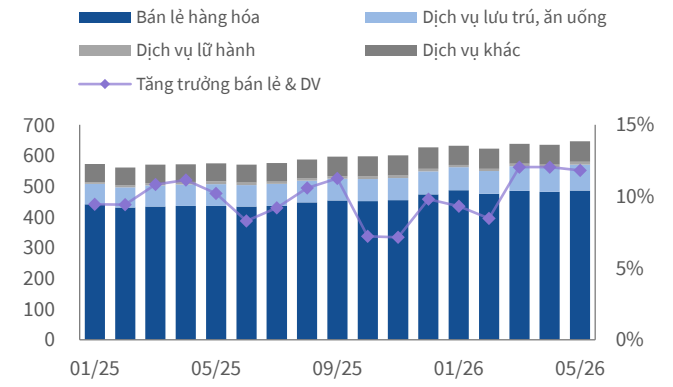
Doanh thu bán lẻ hàng hóa & dịch vụ tăng mạnh nhưng sức mua người dân vẫn chưa cải thiện đáng kể.

Doanh thu bán lẻ hàng hóa & dịch vụ trong T5 2026 đạt 647 nghìn tỷ VND (+11.8% YoY). Tính chung 5T 2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 11.2% YoY, loại trừ yếu tố giá tăng 6.1% YoY. Mức tăng trưởng loại trừ yếu tố giá trong 5T 2026 thấp hơn mức 7.2% cùng kỳ 2025 cho thấy tăng trưởng bán lẻ trong 5 tháng đầu năm không đến từ cải thiện về nhu cầu tiêu dùng. Nguyên nhân chính đến chủ yếu từ chi phí hàng hóa & dịch vụ tăng lên đáng kể do (1) chi phí nhập khẩu tăng lên, (2) chi phí đầu vào tăng do giá xăng dầu tăng, và (3) mặt bằng lãi suất cao hơn svck là các yếu tố tác động tiêu cực lên sức mua và tâm lí của người tiêu dùng hiện nay. Mặc dù Chính phủ tiếp tục các chính sách như hỗ trợ thuế phí trong hoạt động sản xuất kinh doanh và tăng lương cơ bản 8% từ 01/07/2026, TVS Research vẫn giữ quan điểm thận trọng đối với tăng trưởng sức mua của người tiêu dùng trong năm 2026.

Trong T5, khách quốc tế đến Việt Nam đạt gần 1.8 triệu lượt (+16.5% YoY). Mặc dù vậy, lượng khách du lịch giảm đáng kể so với tháng trước do bắt đầu bước vào mùa thấp điểm của du lịch quốc tế và chi phí nhiên liệu tăng kéo chi phí di chuyển lên cao (xem báo cáo cập nhật Vĩ mô T4 2026). TVS Research cho rằng giá nhiên liệu ở mức cao sẽ làm gián đoạn hoạt động du lịch toàn cầu (ước tính số lượng chuyến bay trong T4 2026 giảm 5% MoM – theo BNP Paribas), tuy nhiên, Việt Nam với lợi thế là điểm đến với chi phí hợp lý và giao thông thuận tiện (đặc biệt với khách Trung Quốc) có thể sẽ chịu ít tác động hơn các quốc gia khác trong năm 2026.

Biểu đồ 6: Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ trong T4 2026 tăng mạnh 12.1% YoY

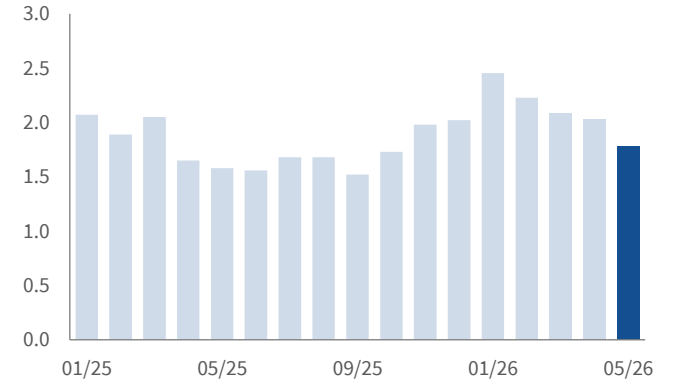
Doanh thu nhóm bán lẻ và DV [nghìn tỷ VND] và tăng trưởng [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 7: Số lượng khách quốc tế đến Việt Nam giảm nhẹ so với tháng trước nhưng vẫn giữ mức tăng svck

Số lượt khách quốc tế đến Việt Nam hàng tháng từ 2025-Nay [triệu lượt]



Nguồn: GSO, TVS Research

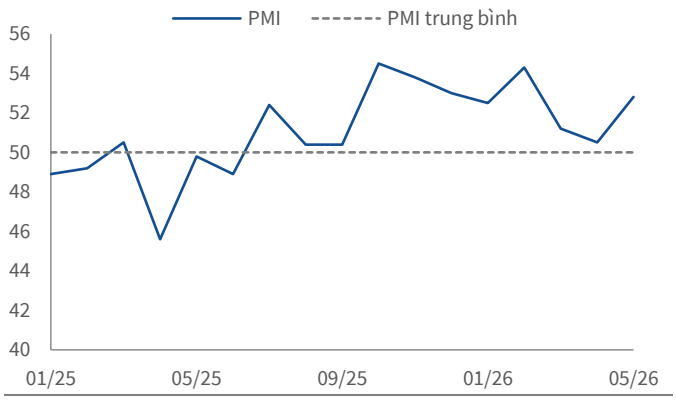
Hoạt động sản xuất trong T5 2026 cải thiện nhờ giá nhiên liệu giảm nhẹ so với tháng trước.

Chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam trong T5 2026 đạt 52.8 điểm, tăng từ mức 50.5 điểm trong T4. Mức tăng chủ yếu đến từ (1) số lượng đơn đặt hàng mới tăng trở lại khi chi phí đầu vào hạ nhiệt nhờ giá xăng dầu giảm; (2) sản lượng sản xuất tăng tháng thứ 13 liên tiếp với tốc độ nhanh nhất kể từ T2 2026 và (3) hoạt động mua hàng tăng trở lại nhằm bổ sung hàng tồn kho nguyên vật liệu sau giai đoạn sụt giảm trước đó. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà phục hồi trong các tháng tới cần được

theo dõi thêm do chi phí đầu vào có rủi ro tăng trở lại nếu chiến tranh ở khu vực Trung Đông chuyển biến tiêu cực, trong khi số lượng việc làm đã thu hẹp tháng thứ ba liên tiếp. TVS Research cho rằng hoạt động sản xuất trong các tháng tới vẫn chịu nhiều ảnh hưởng từ giá nhiên liệu - dự kiến sẽ chưa thể giảm về mức ngay trước khi chiến tranh tại Trung Đông diễn ra trong Q2 2026.

Biểu đồ 8: Chỉ số PMI hồi phục lên mức 52.8 điểm nhờ số lượng đơn hàng mới tăng trở lại

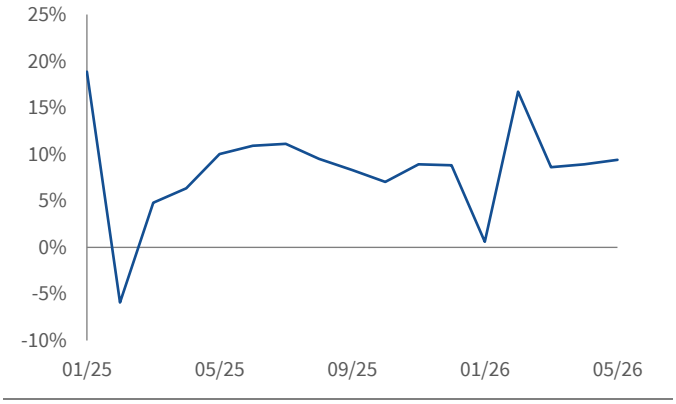
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2025-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TVS Research

Biểu đồ 9: Chỉ số IIP tăng 8.8% YoY, đóng góp chủ yếu nhờ sản lượng nhóm công nghiệp chế biến chế tạo tăng mạnh

Chỉ số sản xuất công nghiệp IIP hàng tháng từ T1 2025-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Kim ngạch thương mại 5T 2026 ghi nhận mức thâm hụt lớn nhất trong vòng 15 năm.

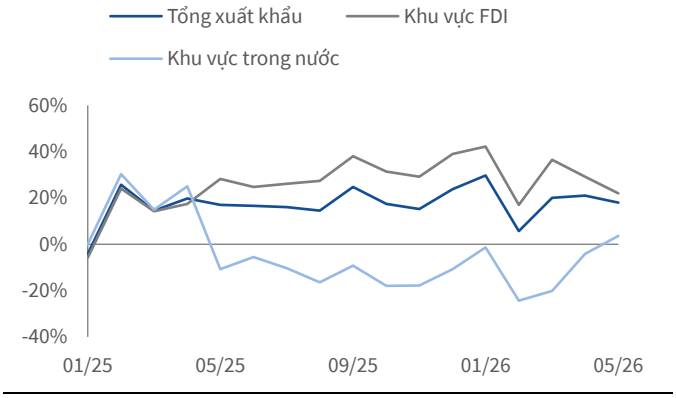
Trong T5 2026, kim ngạch xuất khẩu và nhập khẩu lần lượt đạt 46.9 tỷ USD (+18% YoY) và 52.1 tỷ USD (+33.8% YoY). Lũy kế 5 2026, kim ngạch thương mại thâm hụt 13.8 tỷ USD (so với mức thặng dư 4.7 tỷ USD trong 5T 2025). Nguyên nhân chính đến từ (1) Mức tăng nhập siêu của khu vực FDI đối với 2 mặt hàng chính là Điện tử, máy tính & linh kiện và Điện thoại & linh kiện đạt 9.5 tỷ USD (cùng kỳ 5T 2025 xuất siêu 0.5 tỷ USD); (2) khu vực nội địa tăng nhập khẩu xăng & dầu thô, đặc biệt trong T3-T5 2025 với giá nhiên liệu tăng mạnh với giá trị nhập siêu đạt 7.2 tỷ USD trong 5T 2026. TVS Research đánh giá mức thâm hụt thương mại lớn trong 5T 2026 không quá rủi ro khi hoạt động nhập siêu của khu vực FDI đối với mặt hàng điện tử chỉ diễn ra trong ngắn hạn và sẽ sớm đảo chiều trong Q3 & Q4 2026. Ngoài ra, việc tăng nhập khẩu mặt hàng xăng dầu trong bối cảnh khủng hoảng năng lượng diễn ra cũng làm tăng mức thâm hụt thương mại của khu vực nội địa – vốn đã được chúng tôi dự báo trong các báo cáo trước đó.

Vào đầu tháng 6 vừa qua, Mỹ đề xuất áp thuế bổ sung đối với hàng hóa nhập khẩu từ 60 nền kinh tế dựa trên mức độ tuân thủ các quy định về lao động. Theo đó, 14 nền kinh tế được đánh giá đáp ứng các tiêu chuẩn này sẽ chịu mức thuế 10%, trong khi 46 nền kinh tế còn lại, bao gồm Việt Nam, chịu mức thuế 12.5%. Tuy nhiên, các mặt hàng loại trừ khỏi phạm vi áp thuế bao gồm: Điện tử - linh kiện, Điện thoại - linh kiện, các mặt hàng đang chịu thuế theo Mục 232 (thép, nhôm, đồng, ...). Mặc dù chưa có công bố về thời điểm áp dụng chính thức, chúng tôi cho rằng mức thuế này nhiều khả năng sẽ tiếp diễn sau khi Section 122 hết hiệu lực vào ngày 24/7. Dù mức

thuế từ Section 301 thấp hơn mức 15% hiện tại của Section 122, rủi ro vẫn hiện hữu khi nội dung điều tra khác chưa được công bố và có thể kéo theo các mức thuế bổ sung. Vì vậy, TVS Research giữ nguyên dự báo về tăng trưởng xuất khẩu trong năm 2026 ở mức 10.5% YoY với (1) rủi ro đánh thuế từ Mỹ lên các mặt hàng thiết bị điện tử – sản phẩm chính của khu vực FDI từ Q3 2026 và (2) mức tăng trưởng yếu của khu vực nội địa dưới tác động của thuế quan và nền kinh tế của các thị trường nhập khẩu chính như Mỹ và Châu Âu yếu đi do ảnh hưởng của giá nhiên liệu tăng mạnh.

Biểu đồ 10: Kim ngạch xuất khẩu tiếp tục tăng trưởng với đóng góp chính từ khu vực FDI

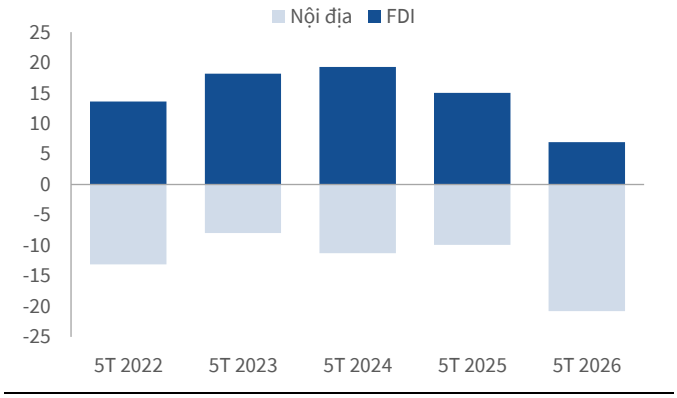
Tăng trưởng xuất nhập khẩu hàng tháng từ T1 2025-Nay của khu vực trong nước và FDI [% YoY]



Nguồn: Tổng cục Hải quan, TVS Research

Biểu đồ 11: Kim ngạch thương mại thâm hụt 13.8 tỷ USD trong 5T 2026

Đóng góp của khu vực trong nước và FDI vào thặng dư/thâm hụt thương mại trong 5 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: Tổng cục Hải quan, TVS Research

Vốn giải ngân đầu tư công 5T 2026 đạt 208 nghìn tỷ VND, đạt 18.4% kế hoạch.

Vốn giải ngân đầu tư công trong 5T 2026 đạt 208 nghìn tỷ VND (+11.8% YoY), tương đương 18.4% dự toán năm 2026. So với cùng kỳ 5T 2025, tỷ lệ hoàn thành kế hoạch giải ngân đầu tư công chưa cải thiện (cùng kỳ 5T 2025 đạt 25.2%) do:

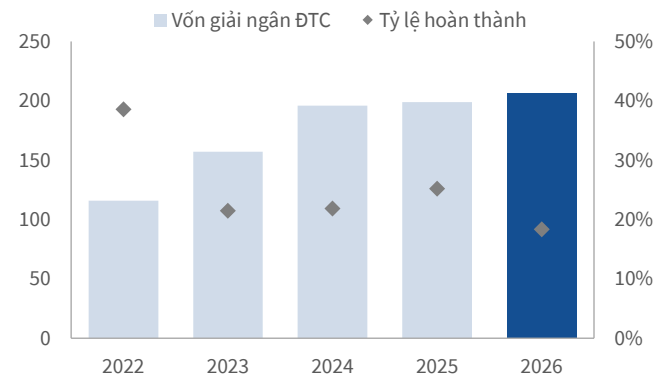
- Tình trạng khan hiếm nguyên vật liệu xây dựng (xi măng, sắt thép, đá, cát...) dù sản lượng sản xuất trong 5T 2026 vẫn tăng từ 5%-14% YoY nhưng vẫn không đáp ứng được nhu cầu tăng mạnh do nhiều khu vực mỏ đang còn vướng thủ tục khai thác, và chi phí vận chuyển tăng lên buộc các nhà thầu phải điều chỉnh tổng mức đầu tư của dự án
- Một số dự án vẫn gặp khó khăn trong công tác giải phóng mặt bằng (GPMB) liên quan đến xác định nguồn gốc đất và phương án đền bù

Với tỷ lệ giải ngân 5 tháng đầu năm còn thấp, TVS Research cho rằng áp lực giải ngân lên các tháng còn lại trong năm sẽ rất lớn – đặc biệt trong Q3 & Q4 2026 là các quý cao điểm của hoạt động giải ngân đầu tư công. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực về triển vọng giải ngân đầu tư công trong năm 2026 với tỷ lệ hoàn thành kế hoạch 12 tháng ở mức 90%-95% nhờ các hành động quyết liệt và nhất quán của Chính phủ hiện nay như: (1) Nhấn mạnh liên tục về mục tiêu giải ngân 100%, lấy kết quả giải ngân đầu tư công làm căn cứ để đánh giá kết quả hoạt động của cán bộ, (2) Ban hành Thông báo số 213/TB-VPCP chỉ đạo về việc mở rộng

quy hoạch các mỏ nhằm đảm bảo nguyên liệu cho các dự án đầu tư công, và (3) ban hành các Nghị quyết nhằm cắt giảm thủ tục hành chính và điều kiện kinh doanh (ban hành Nghị quyết 17/2026/NQ-CP giảm các thủ tục liên quan đến đo đạc và đất đai). TVS Research kỳ vọng hoạt động giải ngân đầu tư công trong các tháng tới sẽ có nhiều cải thiện về giá trị và tỷ lệ giải ngân trên kế hoạch.

Biểu đồ 12: Tỷ lệ giải ngân đầu tư công trong 5T 2026 thấp hơn so với cùng kỳ các năm trước

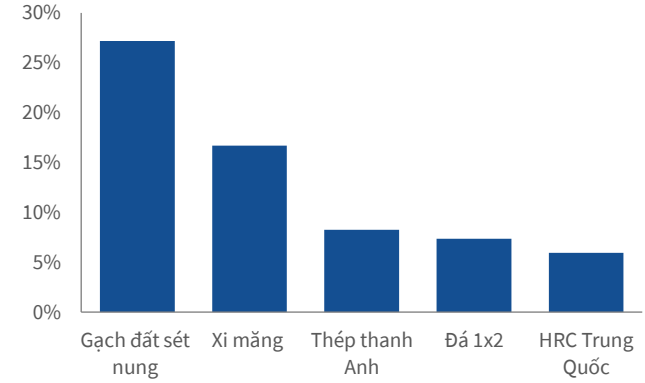
Nguồn vốn giải ngân đầu tư công 5 tháng đầu năm từ 2022-Nay [nghìn tỷ VND] và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch [%]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 13: Giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng trong tháng 5 trước nhu cầu tăng mạnh

Mức tăng giá nguyên vật liệu xây dựng bình quân trong T5 2026 [% YoY]



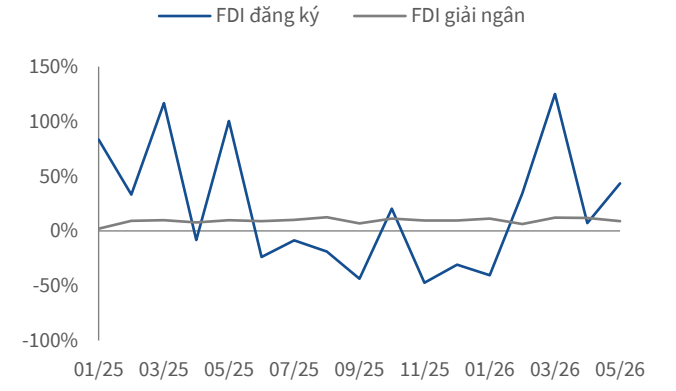
Nguồn: Sở xây dựng, TVS Research

Vốn FDI đăng ký trong 5T 2026 tăng mạnh nhờ dòng vốn đăng ký vào nhóm ngành linh kiện bán dẫn.

Vốn FDI đăng ký và giải ngân trong T5 2026 lần lượt đạt 6.6 tỷ USD (+43.5% YoY) và 2.4 tỷ USD (8.8% YoY). Lũy kế 5 tháng đầu năm, vốn FDI đăng ký đạt 24.8 tỷ USD (+34.9% YoY), trong đó vốn đăng ký mới chiếm hơn 65%, đạt 14.8 tỷ USD với ngành công nghiệp chế biến & chế tạo chiếm phần lớn nhờ các dự án đăng ký từ Singapore, Hàn Quốc, và Đài Loan trong lĩnh vực sản xuất chip bán dẫn và linh kiện điện tử. Chúng tôi cho rằng xu hướng đầu tư vào AI và cơ sở hạ tầng trong lĩnh vực điện tử đang thúc đẩy các nhà sản xuất chip & linh kiện điện tử lớn tại Châu Á tiếp tục chọn Việt Nam làm điểm đến với nguồn nhân lực dồi dào, cơ sở hạ tầng ngày càng phát triển, và chính sách hỗ trợ của Chính phủ (xem chi tiết tại Báo cáo chiến lược Vĩ mô 2026). Qua đó, chúng tôi điều chỉnh mức tăng trưởng FDI đăng ký trong năm 2026 từ mức 35.5 tỷ USD lên mức 43 tỷ USD, tương đương với mức dự báo tăng trưởng 12% YoY do mức tăng mạnh từ FDI đăng ký mới cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng đối với FDI giải ngân ở mức 8% YoY bởi mức tăng trưởng mang tính ổn định và dài hạn của dòng vốn này.

Biểu đồ 14: Dòng vốn FDI đăng ký và giải ngân tiếp tục tăng trưởng trong T5 2026

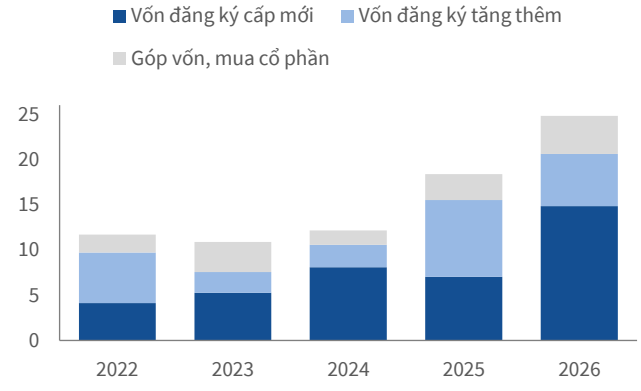
Tăng trưởng vốn FDI đăng ký và FDI thực hiện từ T1 2025-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 15: Nguồn vốn FDI đăng ký mới tăng mạnh trong 5T 2026

Vốn FDI đăng ký theo loại hình 5 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

Thị trường tiền tệ

Tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tiếp tục đà giảm trong tháng 5

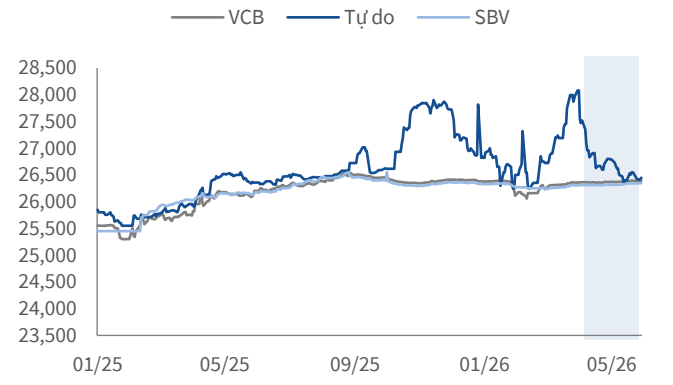
Tỷ giá USD/VND bán ra do Ngân hàng nhà nước công bố tại thời điểm cuối T5 2026 đạt 26,345 VND (+0.07% YTD), không thay đổi so với tháng trước. Trong khi đó, tỷ giá trên thị trường tự do tiếp tục đà giảm trong tháng 5 (-1.2% MoM) khi (1) chiến tranh tại khu vực Trung Đông hạ nhiệt, từ đó nhu cầu đầu cơ và găm giữ USD giảm, (2) giá vàng trong nước điều chỉnh giảm theo giá vàng thế giới và tâm lý đầu cơ giảm khiến nhu cầu đối với USD trên thị trường "chợ đen" giảm.

Chỉ số DXY bình quân trong T5 2026 duy trì ở mức 98.7 điểm (tương đương với bình quân T4 2026) dù tình hình chiến sự hạ nhiệt. Nguyên nhân chính chúng tôi cho rằng đến từ (1) dự báo về việc Fed giữ nguyên lãi suất trong năm 2026 vẫn ở mức cao (theo CME FedWatch) do chỉ số lạm phát (PCE & CPI) tăng mạnh trong tháng 4 vừa qua và (2) lợi suất TPCP của các kỳ hạn từ 2-30 năm tăng bình quân 20 đpt (lợi suất TPCP kỳ hạn 30 năm đạt mức cao nhất tại 5.1% - cao nhất kể từ 2007).

TVS Research giữ nguyên quan điểm về việc tỷ giá USD/VND tăng 1.5%-2% trong năm 2026 khi tỷ giá có thể tăng lên trong Q3 2026 do thâm hụt thương mại và FDI chuyển tiền về nước. Tuy nhiên, chúng tôi cũng dự báo áp lực tỷ giá sẽ dịu đi trong Q4 2026 khi nguồn cung USD từ hoạt động thương mại, FDI, và kiều hối tăng lên.

Biểu đồ 16: Tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do tiếp tục đà giảm trong T5 2026

Tỷ giá bán USD/VND tại VCB, TT tự do, và NHNN từ T1 2025-Nay [VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 17: Chỉ số DXY tăng về mốc 99 điểm trong tháng 5 trước những áp lực chiến tranh tại Trung Đông

Chỉ số DXY từ T1 2025 - Nay [điểm]

Nguồn: WSJ, TVS Research

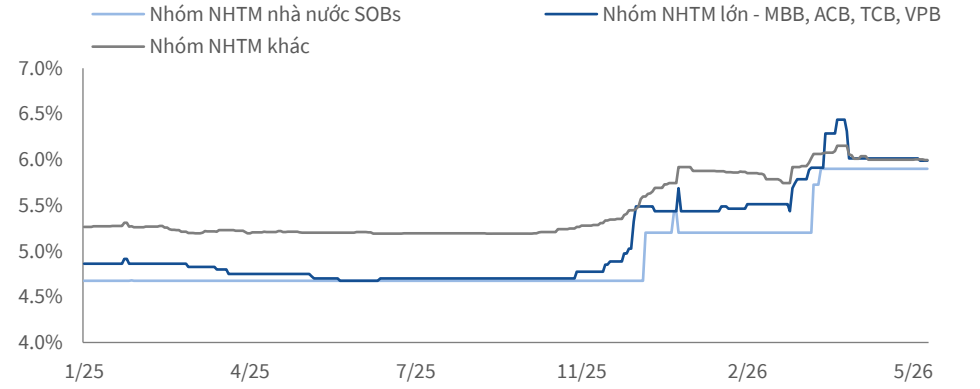
Các NHTM đồng loạt giảm lãi suất huy động theo chỉ thị của Chính phủ và NHNN.

Mặt bằng lãi suất huy động của các NHTM trong tháng 5 giữ nguyên so với cuối tháng 4 sau mức giảm từ 0.2-1%/năm đối với các kỳ hạn từ 6-12 tháng. Bên cạnh đó, NHNN vừa ra công văn về việc loại bỏ phần tín dụng đối với các khoản vay nhà ở xã hội, khu công nghiệp, và khu chế xuất khỏi tổng dư nợ tín dụng từ 01/06/2026-31/12/2026. Trong ngắn hạn, có thể thấy mục tiêu của NHNN là giữ mặt bằng lãi suất ở mức không quá cao, tránh tăng mạnh dưới áp lực của chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động.

Lãi suất liên ngân hàng bình quân trong tháng 5 tăng so với tháng trước với kỳ hạn qua đêm (ON) và 1 tuần giao dịch quanh mức 6.3%-6.4%/năm. Với việc lãi suất huy động trên thị trường 1 giảm từ 0.3-1%/năm trong tháng 4 theo chỉ đạo của NHNN, chúng tôi cho rằng các NHTM sẽ vẫn phải tiếp tục huy động thông qua kênh OMO, qua đó tạo áp lực lên lãi suất liên ngân hàng. TVS Research cho rằng mặt bằng lãi suất trên thị trường 1 dù giảm trong ngắn hạn nhưng dư địa không còn nhiều, qua đó sẽ vô tình tạo áp lực tăng lãi suất trên thị trường liên ngân hàng khi các NHTM chuyển sang huy động trên thị trường 2. Mặc dù NHNN vẫn còn đó các công cụ hỗ trợ thanh khoản trên thị trường trong ngắn hạn như USD Swap nhưng chúng tôi cho rằng áp lực thanh khoản vẫn hiện hữu trong trung hạn.

Biểu đồ 18: Lãi suất huy động tại các NHTM giữ nguyên trong tháng 5 sau khi hạ lãi suất theo chỉ thị của Ngân hàng Nhà nước

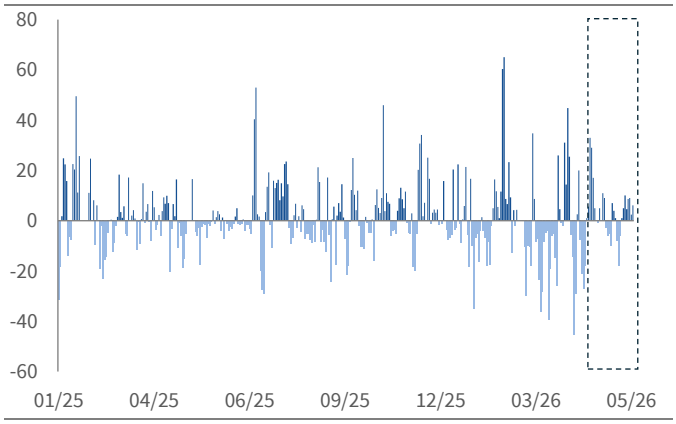
Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng của nhóm các NHTM [%/năm]



Nguồn: Wifeed, TVS Research

Biểu đồ 19: NHNN bơm ròng 20 nghìn tỷ VND trong T4 2026

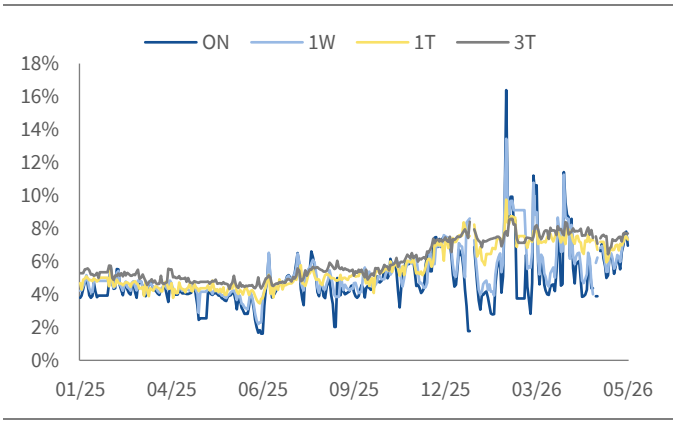
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 20: Lãi suất bình quân LNH tăng trong tháng 5, giao dịch ở mức bình quân 6.3%-6.4%/năm ở kỳ hạn ON

Lãi suất LNH kỳ hạn từ T1 2025-Nay [%/năm]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Bảng 1: Tổng hợp dự báo của các tổ chức quốc tế về kịch bản giá dầu Brent bình quân trong năm 2026

Tổ chức	Ngày dự báo	Giá dầu Brent (thùng)	Thời điểm kết thúc chiến tranh
World Bank	15/05/2026	86 USD	N/A
S&P Global	18/05/2026	100 USD	31/05/2026
ADB	29/04/2026	96 USD	31/09/2026
Goldman Sachs	07/05/2026	>85 USD	31/05/2026
Invesco	18/03/2026	110 USD	30/06/2026

Nguồn: TVS Research tổng hợp

Bảng 2: Tổng hợp các chỉ số vĩ mô quan trọng của Việt Nam

Chỉ báo	Đơn vị	2021	2022	2023	2024	2025	2026F
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	2.6%	8.0%	5.0%	7.0%	8.0%	8.3%
Lạm phát tổng thể	% YoY	1.8%	3.2%	3.3%	3.6%	3.3%	4.5%
Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ	% YoY	-7.8%	22.8%	9.3%	9.3%	9.3%	9.5%
Tăng trưởng xuất khẩu	% YoY	19.0%	10.4%	-4.5%	14.3%	17%	10.5%
Tăng trưởng nhập khẩu	% YoY	26.5%	8.0%	-8.7%	16.7%	19.4%	11%
Tăng trưởng giải ngân đầu tư công	% YoY	-7.9%	19.8%	21.2%	3.3%	40.7%	40%
Tăng trưởng FDI thực hiện	% YoY	-1.2%	13.5%	3.5%	9.4%	8.9%	8%
Tăng trưởng tín dụng	% YoY	12.2%	13.6%	14.2%	15.1%	19%-20%	16%-17%
Lãi suất điều hành [OMO]	%	4.0%	6.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
Lãi suất huy động [12 tháng]	%	5.6%	5.9%	6.4%	4.7%	4.7%	5.2%
Tăng trương tỷ giá USD/VND [bình quân]	% YoY	-0.1%	-0.6%	5.7%	1.6%	3.3%	1.5%-2.0%
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	107.4	84.7	90.4	81.2	83.6	85.0

Nguồn: IMF, FiinPro-X, Bloomberg, TVS Research
Ghi chú: Lãi suất huy động tính theo lãi suất trung bình của nhóm SOCBs: Agribank, BID, CTG, VCB; Tỷ giá bán USD/VND bình quân theo NHNN công bố

Thông tin kinh tế đáng chú ý trong tháng 6

Ngày	Sự kiện	Mức độ ảnh hưởng
01/06/2026	Công bố số liệu PMI sản xuất Việt Nam T5	Vừa phải
03/06/2026	Việt Nam công bố số liệu kinh tế T5	Cao
05/06/2026	Mỹ công bố số liệu về việc làm T5	Vừa phải
10/06/2026	Mỹ công bố số liệu CPI T5	Vừa phải
11/05/2026	Châu Âu - ECB công bố quyết định điều hành lãi suất	Vừa phải
18/06/2026	Mỹ - Fed công bố quyết định điều hành lãi suất	Cao

Danh mục báo cáo đã phát hành

Loại báo cáo	Tiêu đề	Công ty/Ngành	Ngày phát hành
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T4 2026	Thị trường	08/04/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T4 2026	Vĩ mô	08/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ MSH	MSH	29/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ DGW	DGW	23/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ PVD	PVD	22/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ TNG	TNG	22/04/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T3 2026	Thị trường	10/04/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T3 2026	Vĩ mô	10/04/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo cập nhật đánh giá nâng hạng TTCK VN	Thị trường	08/04/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T2 2026	Thị trường	12/03/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T2 2026	Vĩ mô	12/03/2026
Báo cáo chiến lược	Báo cáo Chiến lược đầu tư 2026	Thị trường	13/02/2026
Báo cáo chiến lược	Báo cáo Chiến lược thị trường 2026	Thị trường	13/02/2026
Báo cáo chiến lược	Báo cáo Chiến lược Vĩ mô 2026	Vĩ mô	13/02/2026

Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi CTCP Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Báo cáo được dựa trên các thông tin được thu thập từ các nguồn TVS đánh giá là đáng tin cậy, tuy nhiên TVS không chịu trách nhiệm về tính chính xác và đầy đủ của các thông tin này.

Nhận định và quan điểm trong báo cáo thể hiện ý kiến của chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không đại diện cho quan điểm chung của TVS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin tham khảo cho nhà đầu tư, không nhằm mục đích chào mời, xúi giục mua hoặc bán bất cứ chứng khoán nào được đề cập. Nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu rủi ro trong việc sử dụng các thông tin và tham khảo các nhận định trên báo cáo. TVS tuyên bố miễn trách đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hoặc gián tiếp nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này.

Hệ thống khuyến nghị

Các khuyến nghị Mua, Bán hoặc Nắm giữ chứng khoán được xác định dựa trên tổng lợi nhuận kỳ vọng, bằng tổng của chênh lệch giữa giá mục tiêu và thị giá hiện tại của cổ phiếu cộng với lợi tức cổ tức kỳ vọng. Các định nghĩa về Mức khuyến nghị cụ thể như sau:

Xếp hạng khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm > 20%
NẮM GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm khoảng từ -10% đến 20%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng của cổ phiếu trong 1 năm < -10%

Công ty Cổ phần Chứng khoán Thiên Việt – www.tvs.vn

Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec

4A Láng Hạ, Phường Giảng Võ, Hà Nội

Phone: +84 (24) 7300 6588

Fax: +84 (24) 3248 4821

Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long

63 Võ Văn Tần, Phường Xuân Hòa, Hồ Chí Minh

Phone: +84 (28) 7300 6588

Fax: +84 (28) 299 2088

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Phạm Nguyên Long

Chuyên viên cao cấp

longpn@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên

anhnd@tvs.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên

quangtpt@tvs.vn

Nguyễn Văn Quang

Chuyên viên

quangnv@tvs.vn