

Lạm phát chưa có dấu hiệu hạ nhiệt

- Cán cân thương mại tiếp tục thâm hụt tháng thứ 5 liên tiếp trong bối cảnh nhập khẩu xăng dầu trong T4 tăng mạnh. Qua đó nâng mức nhập siêu trong 4 tháng đầu năm lên 7.11 tỷ USD.
- Lạm phát chưa có dấu hiệu hạ nhiệt khi tiếp tục tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ T1/2020, khi tăng 5.46% svck trong T4 dưới áp lực từ giá năng lượng.
- Nhiều nhà băng đồng loạt giảm lãi suất huy động trong T4 sau chỉ đạo của NHNN. Song, hiện trung bình lãi suất huy động 12T của các NHTM vẫn ở mức cao tại 8.31% (+2.53 điểm phần trăm so với đầu năm).

Cán cân thương mại thu hẹp đáng kể trong 4 tháng đầu năm

Lũy kế 4T2026, cán cân thương mại hàng hóa ghi nhận mức nhập siêu 7.11 tỷ USD – thu hẹp đáng kể so với mức xuất siêu 4.3 tỷ USD của cùng kỳ năm ngoái. Hoạt động sản xuất công nghiệp cho thấy đà phục hồi với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) 4T2026 tăng 9.2% svck. Tuy vậy, đà tăng của hoạt động sản xuất được dự đoán sẽ giảm tốc trong thời gian tới khi những tác động ban đầu của xung đột Trung Đông đã bắt đầu phản ánh qua việc chỉ số PMI giảm tháng thứ 2 liên tiếp, từ mức 51.2 của T3 về 50.5 điểm trong T4. Đà giảm diễn ra trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới giảm lần đầu tiên trong 8 tháng khi áp lực lạm phát đạt mức cao nhất trong 15 năm trở lại đây.

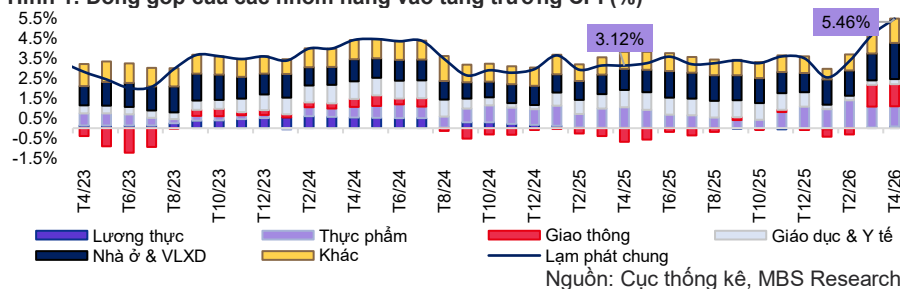
Lạm phát chưa có dấu hiệu hạ nhiệt

Lạm phát vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt khi chỉ số CPI trong T4 tiếp tục tăng lên mức cao nhất trong hơn 6 năm trở lại đây tại 5.46% svck dưới áp lực giá năng lượng tăng cao. Dù liên Bộ Công Thương - Tài chính đã thực hiện tới 8 lần điều chỉnh trong T4 giúp giá xăng, dầu nội địa lần lượt giảm 3% và 20.5% so với cuối T3. Song, trung bình giá xăng dầu trong nước T4 vẫn tăng mạnh 44.2% svck (RON95 +21% svck, dầu Diesel + 60.8% svck) trong bối cảnh giá dầu thế giới vẫn neo ở mức cao (giá dầu Brent bình quân T4 neo ở mức 102.46 USD/thùng – tăng 54.2% svck). Đáng chú ý, áp lực giá đã bắt đầu có dấu hiệu lan tỏa sang các nhóm dịch vụ và hàng hóa khi lạm phát cơ bản T4 bật tăng 4.66% svck – mức cao nhất kể từ cuối năm 2013.

Áp lực lớn cho mục tiêu tăng trưởng GDP 10%

Nền kinh tế Việt Nam có khởi đầu tích cực với GDP Q1 tăng 7.83% svck. Trong khi đó, để đạt được tốc độ tăng trưởng trên 10%, Nghị quyết 01/NQ-CP đã đặt ra kịch bản Q1 phải tăng tối thiểu 9.1%. Do đó, GDP Q2 sẽ phải tăng gần 11% để bù đắp phần thiếu hụt của Q1 và hướng tới mục tiêu tăng trưởng cả năm. Mục tiêu này được cho là khá thách thức trong bối cảnh: Cán cân thương mại hàng hóa thu hẹp đáng kể trong 4 tháng đầu năm; giá dầu vẫn neo ở mức cao cùng với diễn biến khó lường của cuộc xung đột Trung Đông sẽ gây áp lực đáng kể lên rủi ro lạm phát cũng như nhu cầu tiêu dùng của người dân. Thêm vào đó, rủi ro tỷ giá dự kiến cũng sẽ tăng trong giai đoạn tới dưới áp lực từ rủi ro nhập khẩu lạm phát. Ở chiều ngược lại, dòng vốn FDI giải ngân tích cực (4T2026 +9.8% svck); và thúc đẩy tiến độ giải ngân đầu tư công được kỳ vọng sẽ là bộ đỡ chính cho mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng của nước ta.

Hình 1: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đình Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

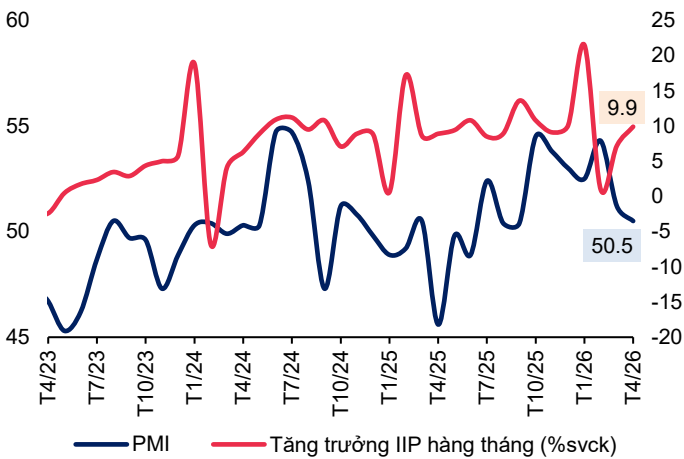
Lạm phát chưa có dấu hiệu hạ nhiệt

Xung đột Trung Đông dai dẳng, áp lực lên ngành sản xuất công nghiệp gia tăng đáng kể

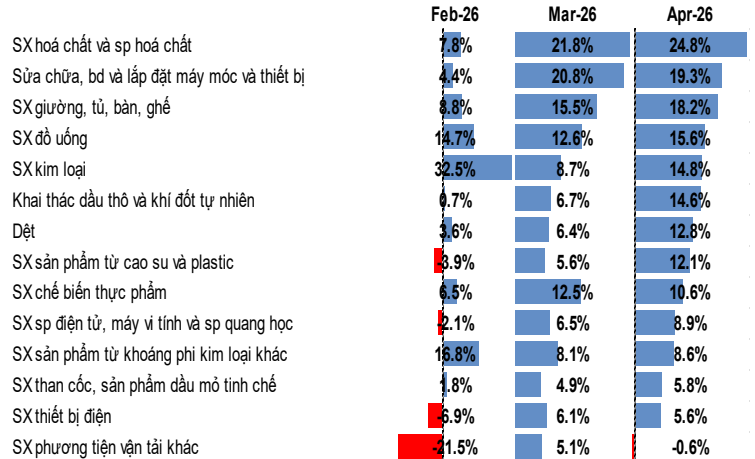
Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 4 tăng 3% so với tháng trước và tăng 9.9% svck, với đóng góp lớn đến từ mức tăng trưởng 10% svck của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Trong đó, các ngành trọng điểm ghi nhận hoạt động sản xuất tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: Sản xuất hóa chất & sản phẩm hóa chất (+24.8% svck); sản xuất máy móc (+24.3% svck); sản xuất xe có động cơ (+23.6% svck). Trong 4 tháng đầu năm 2026, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 9.2% svck. Trong đó, ngành chế biến chế tạo tăng 9.9% svck, thấp hơn một chút so với mức 10.1% của cùng kỳ năm trước.

Tuy nhiên, đà tăng của hoạt động sản xuất được dự đoán sẽ giảm tốc trong thời gian tới khi xung đột dai dẳng tại Trung Đông làm dấy lên nỗi lo ngại về lạm phát gia tăng và kìm hãm tốc độ phục hồi của nhu cầu tiêu dùng. Những tác động của xung đột Trung Đông đã phản ánh qua việc chỉ số PMI giảm tháng thứ 2 liên tiếp, từ mức 51.2 của T3 về 50.5 điểm trong T4 – mức thấp nhất trong vòng 7 tháng trở lại đây. Đà giảm diễn ra trong bối cảnh áp lực lạm phát đạt mức cao nhất trong 15 năm trở lại đây khiến số lượng đơn đặt hàng mới sụt giảm lần đầu tiên trong 8 tháng. Trong đó, số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới giảm đáng kể tháng thứ hai liên tiếp. Những lo ngại về ảnh hưởng của cuộc chiến tranh Trung Đông đã khiến tâm lý kinh doanh giảm xuống mức thấp của bảy tháng và thấp hơn mức trung bình của lịch sử chỉ số.

Hình 2: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)

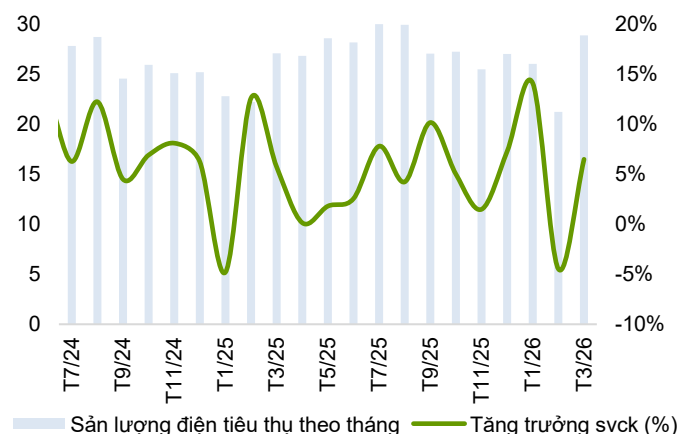


Hình 3: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)



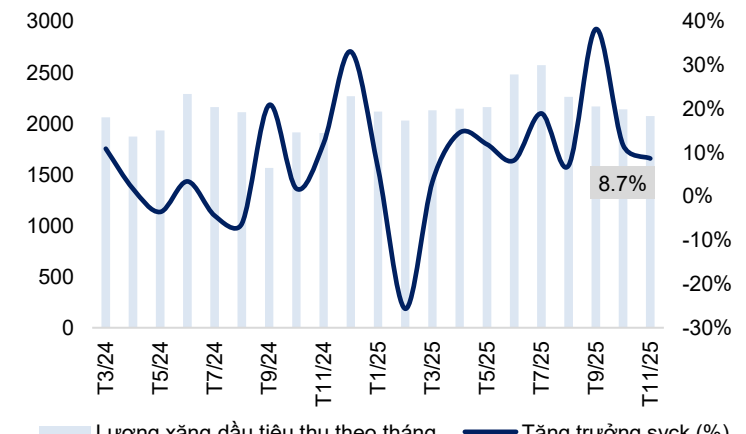
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 4: Sản lượng điện tiêu thụ theo tháng (Tỷ kWh)



Nguồn: EVN, MBS Research

Hình 5: Lượng xăng dầu tiêu thụ theo tháng (Nghìn tấn)

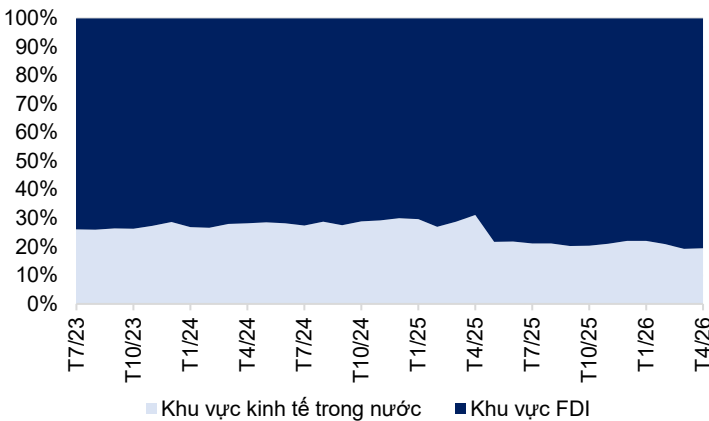


Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt tháng thứ năm liên tiếp

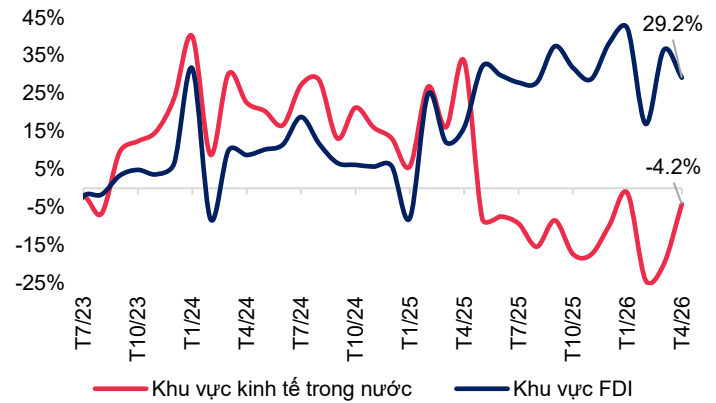
Kim ngạch xuất khẩu T4 đạt 45.52 tỷ USD – giảm 2% so với tháng trước, và tăng 21% svck. Mức tăng này được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Chất dẻo nguyên liệu (+94.8% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+58.3% svck); cao su (+42.9% svck). Trong đó, giá trị xuất khẩu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt hơn 36.6 tỷ USD (+29.2% svck) – chiếm 80.5% tổng kim ngạch xuất khẩu trong tháng. Ở chiều ngược lại, khu vực kinh tế trong nước duy trì mức tăng trưởng âm tháng thứ mười hai liên tiếp khi giảm 4.2% svck, với giá trị xuất khẩu đạt gần 8.9 tỷ USD – chiếm 19.5% tổng kim ngạch.

Hình 6: Cơ cấu kim ngạch xuất khẩu theo nhóm doanh nghiệp



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 7: Tăng trưởng xuất khẩu theo tháng của doanh nghiệp nội địa và FDI (% svck)



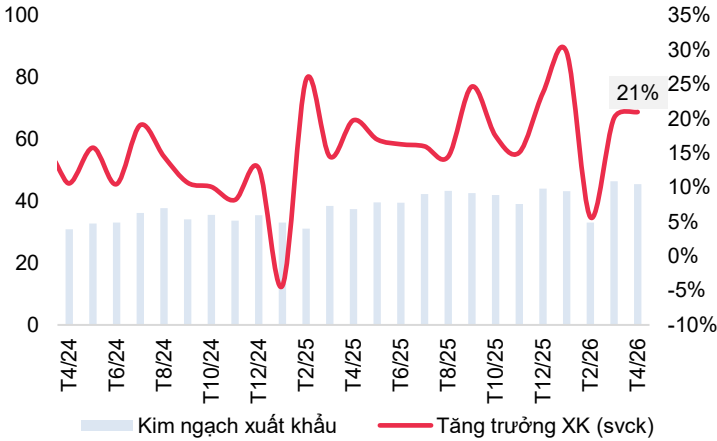
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Tính chung trong 4T2026, kim ngạch xuất khẩu đạt 168.53 tỷ USD (+19.7% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Điện tử, máy tính & linh kiện (+49.1% svck); đồ chơi, dụng cụ thể thao và bộ phận (+47.2% svck); chất dẻo nguyên liệu (+37.4% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm lớn như: xăng dầu (-66.5% svck); gạo (-12.7% svck); cà phê (-7.1% svck). Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 53.9 tỷ USD (+24.3% svck). Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 22.6 tỷ USD, tăng 23.1% svck – cao hơn nhiều so với mức tăng 2.1% của cùng kỳ năm ngoái. Bên cạnh đó, xuất khẩu sang EU tăng 11% svck, đạt 20.5 tỷ USD.

Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 48.8 tỷ USD (+32.5% svck) trong T4, và lũy kế 4 tháng đầu năm đạt 175.64 tỷ USD (+28.7% svck). Trong đó, nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Xăng dầu (+105.5% svck); sản phẩm khác từ dầu mỏ (+137.4% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+52.3% svck). Các mặt hàng liên quan đến xăng dầu ghi nhận đà tăng trưởng mạnh, được thúc đẩy nhờ giá năng lượng thế giới tăng cao, và một phần nhờ xu hướng tăng cường tích trữ hàng tồn kho của các doanh nghiệp dầu khí trong bối cảnh cuộc chiến dai dẳng tại Trung Đông làm dấy lên rủi ro về gián đoạn nguồn cung trong dài hạn. Về thị trường, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta (chiếm 40% tổng kim ngạch nhập khẩu) với kim ngạch ước đạt 69 tỷ USD (+29.8% svck). Ngoài ra, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ cũng tăng trưởng tích cực ở mức 23% svck, đạt 7 tỷ USD.

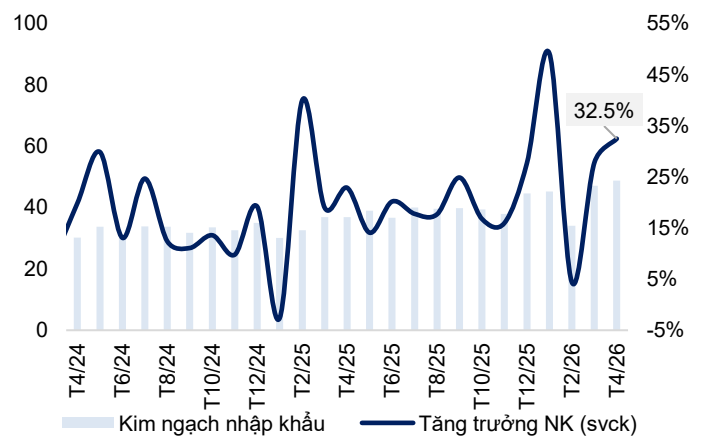
Theo đó, cán cân thương mại hàng hóa tiếp tục nhập siêu tháng thứ 5 liên tiếp, trị giá 3.28 tỷ USD trong T4. Lũy kế 4T2026, cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt 7.11 tỷ USD (cùng kỳ năm ngoái thặng dư 4.3 tỷ USD).

Hình 8: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa các tháng (Tỷ USD)



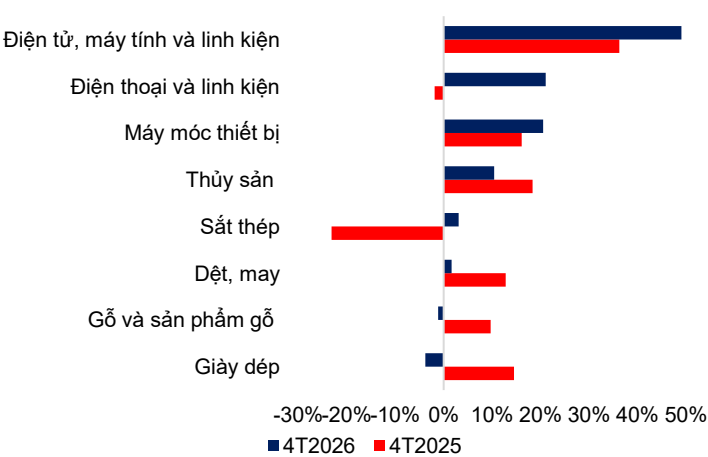
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 9: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa các tháng (Tỷ USD)



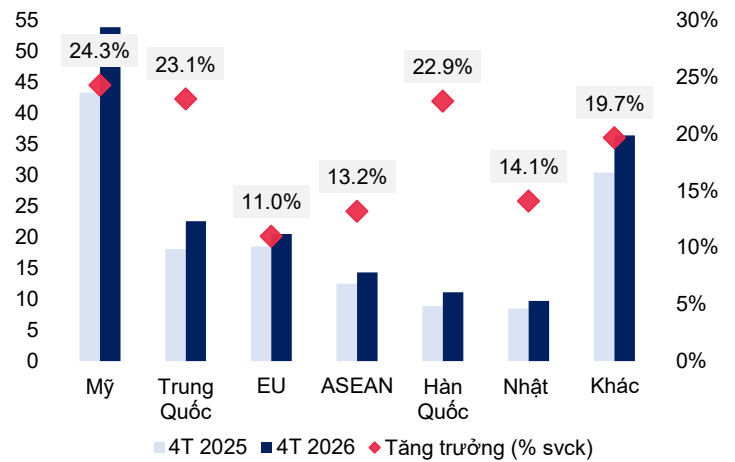
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 10: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 11: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 2026 (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Về tác động của xung đột Trung Đông, chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp đối với hoạt động xuất khẩu được đánh giá sẽ không đáng kể khi kim ngạch xuất khẩu của Việt Nam sang khu vực Trung Đông hiện chiếm chưa tới 5% tổng kim ngạch xuất khẩu. Song, rủi ro chủ yếu sẽ đến từ việc nhu cầu thế giới có thể sẽ suy yếu khi lạm phát toàn cầu gia tăng nếu áp lực giá năng lượng neo ở mức cao trong thời gian dài. Mặc dù hiện Mỹ và Iran đang ngừng giao tranh, chúng tôi cho rằng mức rủi ro và độ bất định vẫn còn hiện hữu khi các cuộc đàm phán liên tục thất bại, và cuộc xung đột có thể bùng nổ trở lại bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi sẽ tiếp tục theo sát các cập nhật về tình hình xung đột và điều chỉnh dự báo phù hợp nếu nhu cầu quốc tế yếu nhanh hơn kỳ vọng dưới áp lực của giá dầu tăng cao. Ở chiều ngược lại, trong ngắn hạn, việc chi phí vận chuyển tăng mạnh cộng hưởng với xu hướng giảm giá của đồng nội tệ trong bối cảnh USD phục hồi mạnh, sẽ làm gia tăng rủi ro về nhập khẩu lạm phát.

Chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu sẽ tăng 15% - 16% trong năm 2026

nhờ: (1) Theo UNCTAD, thương mại hàng hóa toàn cầu về ngành điện tử - mảng lợi thế của Việt Nam - sẽ tăng mạnh 14% so với 2025 nhờ nhu cầu đầu tư AI gia tăng; (2) Sau khi Tòa án Tối cao bác bỏ các mức thuế đối ứng vào tháng 2, và thay vào đó là mức thuế 10% của Đạo luật Thương mại, mức thuế nhập khẩu trung bình đối với hàng hóa Việt Nam vào Mỹ đã giảm từ mức 21.6% xuống còn ~16%, qua đó giúp tăng tính cạnh tranh cho hàng hóa của Việt Nam tại thị trường này. (3) Đẩy mạnh chiến lược đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang các thị trường có yêu cầu cao hơn nhưng giá trị gia tăng tốt hơn như: EU, Hàn Quốc. Bên cạnh đó, Việt Nam cũng đang nỗ lực thúc đẩy hoàn tất tiến trình

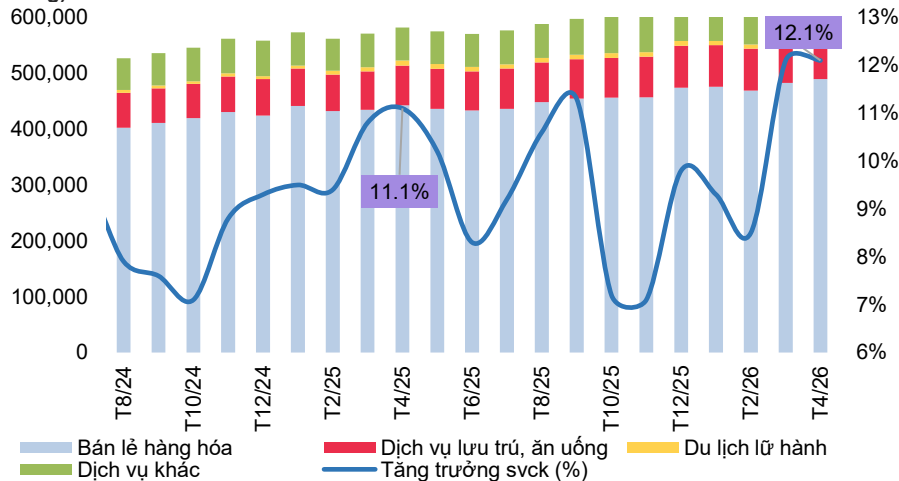
và đàm phán hàng loạt các FTAs với các thị trường mới như: các Tiểu Vương quốc Ả rập thống nhất (CEPA), Israel, Qatar.

Chúng tôi cho rằng nhập khẩu sẽ tăng tương đương xuất khẩu ở mức 15 - 16% trong năm 2026, trong bối cảnh: (1) Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ để thu hẹp mức thặng dư thương mại với nước này. (2) Nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị, dây chuyền công nghệ dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh nhằm phục vụ cho việc mở rộng sản xuất, đầu tư hạ tầng. Theo đó, thặng dư thương mại năm 2026 ước khoảng xấp xỉ 23 tỷ USD.

Tiêu dùng nội địa thực có dấu hiệu chậm lại khi áp lực lạm phát gia tăng

Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng trong tháng 4 tăng 1.7% so với tháng trước và tăng 12.1% svck. Lũy kế từ đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 11.1% svck. Nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực tế trong 4 tháng đầu năm tăng 6.3% svck – thấp hơn so với mức 7% của cuối T3 và mức 7.7% của cùng kỳ năm ngoái. Trong đó, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 11.1% svck; doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 13.4% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 12.1% svck. Sự phục hồi của dịch vụ tiêu dùng có phần đóng góp không nhỏ nhờ khách du lịch quốc tế. Các chính sách thị thực thuận lợi, các chương trình hợp tác du lịch, sự đổi mới mạnh mẽ trong công tác quảng bá và xúc tiến du lịch, đã giúp Việt Nam thu hút 2.03 triệu lượt khách quốc tế trong T4 (+22.8% svck) – đánh dấu lần đầu tiên ngành du lịch Việt đạt kỷ lục bốn tháng liên tiếp trong năm đón lượng khách trên 2 triệu lượt mỗi tháng. Theo đó, trong 4T2026, Việt Nam thu hút 8.8 triệu lượt khách quốc tế, tăng 14.6% so với cùng kỳ năm và là mức cao nhất của bốn tháng đầu các năm từ trước đến nay.

Hình 12: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

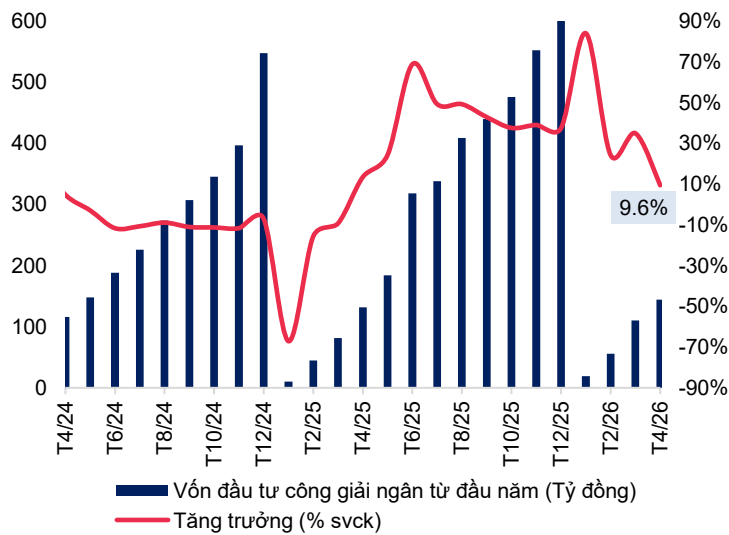
Đà tăng của tốc độ giải ngân vốn đầu tư công chậm lại trong T4

Trong tháng 4, vốn FDI đăng ký cấp mới ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi tăng 52.4% svck, đạt 1.92 tỷ USD. Trong khi đó, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân trong tháng 4 tăng 11.8% svck, đạt gần 2 tỷ USD. Tính chung trong 4T2026, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 12.15 tỷ USD (+117.4% svck). Trong khi vốn FDI giải ngân đạt 7.4 tỷ USD (+10% svck). Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo đạt 6.12 tỷ USD (chiếm khoảng 82.7% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 540.5 triệu USD (chiếm 7.3%), và 270.6 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.7%). Theo đó, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam (bao

gồm: Vốn đăng ký cấp mới, vốn đăng ký điều chỉnh và giá trị góp vốn, mua cổ phần) trong 4 tháng đầu năm 2026 đạt 18.24 tỷ USD, tăng 32% svck.

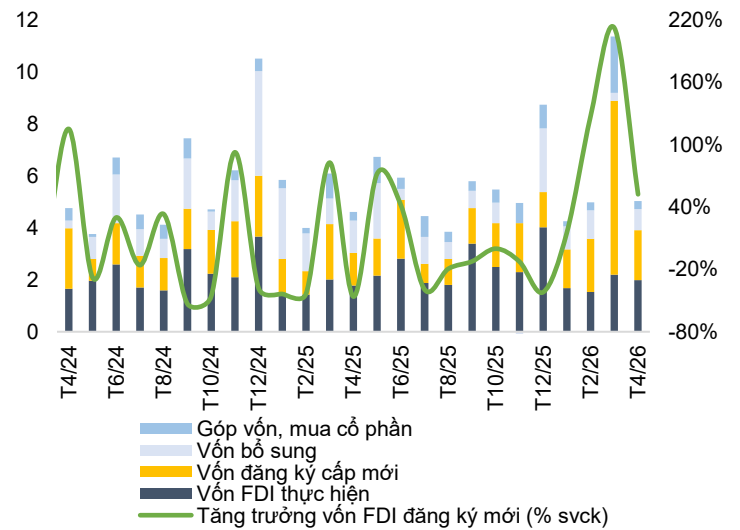
Theo số liệu của Bộ Tài Chính, số vốn đầu tư công giải ngân ước đạt gần 34 nghìn tỷ đồng (-32.1% svck) trong T4; và lũy kế 4 tháng đầu năm giải ngân gần 144.3 nghìn tỷ đồng (+9.6% svck) - hoàn thành 14.1% kế hoạch năm và 14.2% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. So với cùng kỳ năm 2025, kết quả giải ngân cao hơn khoảng hơn 12.6 nghìn tỷ đồng về số tuyệt đối, tuy nhiên tỷ lệ thực hiện giảm 1.7%. Theo Bộ Tài chính, nguyên nhân việc tốc độ giải ngân chậm chủ yếu xuất phát từ việc quy mô kế hoạch năm 2026 tăng mạnh 22.7% svck. Bên cạnh đó, kỳ nghỉ lễ kéo dài vào cuối T4 cũng đã ảnh hưởng nhất định đến tiến độ thi công và thanh toán vốn tại nhiều dự án. Thêm vào đó, tình trạng thiếu hụt vật liệu xây dựng như đất đắp, cát và đá diễn ra ở nhiều địa phương, trong khi chi phí nhiên liệu và vận chuyển tăng cao, khiến tổng mức đầu tư bị đội lên khiến buộc phải điều chỉnh dự án hoặc hợp đồng, do đó làm chậm tiến độ thực hiện.

Hình 13: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research

Hình 14: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

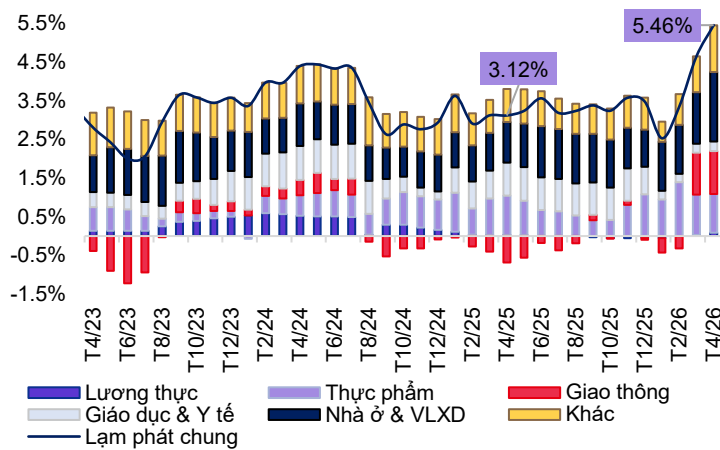
Lạm phát T4 tăng lên mức cao nhất kể từ T1/2020

Chỉ số CPI trong T4 tăng 0.84% so với tháng trước, và tăng 5.46% svck – đánh dấu mức tăng cao nhất kể từ T1/2020 dưới áp lực giá năng lượng tăng cao. Dù liên Bộ Công Thương - Tài chính đã thực hiện tới 8 lần điều chỉnh trong T4 giúp giá xăng, dầu nội địa lần lượt giảm 3% và 20.5% so với cuối T3. Song, trung bình giá xăng dầu trong nước trong T4 vẫn tăng mạnh 44.2% svck (RON95 +21% svck, dầu diesel +60.8% svck) trong bối cảnh giá dầu thế giới vẫn neo ở mức cao (giá dầu Brent bình quân T4 neo ở mức 102.46 USD/thùng – tăng 54.2% svck). Đáng chú ý, áp lực giá đã bắt đầu có dấu hiệu lan tỏa sang các nhóm dịch vụ và hàng hóa khi lạm phát cơ bản trong T4 bật tăng 4.66% svck – mức cao nhất kể từ cuối năm 2013.

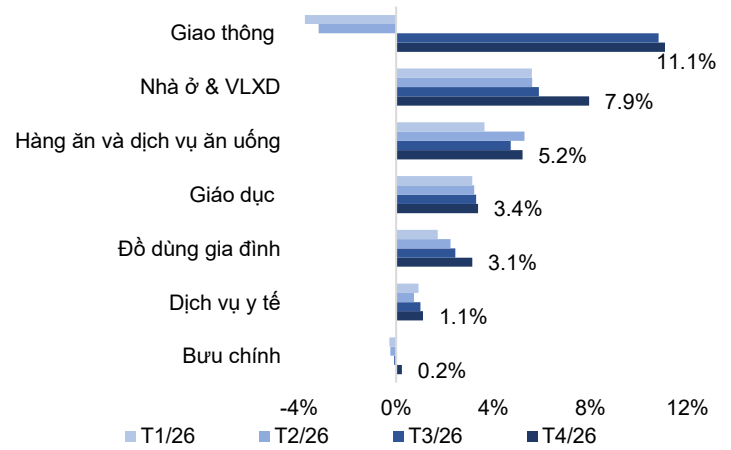
Tính chung trong 4T2026, CPI tăng 3.99% svck (cùng kỳ năm ngoài tăng 3.2%). Các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: (1) Giá thịt lợn tăng 6.07% chủ yếu do nguồn cung hạn chế trong các dịp Lễ, Tết và chi phí chăn nuôi ở mức cao. (2) Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng 13.5% do giá vật liệu xây dựng và nhu cầu xây dựng tăng (3) Giá điện sinh hoạt tăng 5.5% svck sau đợt tăng giá vào T5/25 của EVN. (4) Giá nhóm giáo dục tăng 3.25% do một số trường dân lập, tư thục, nghề, điều chỉnh giá học phí. (5) Giá nhóm giao thông tăng 3.5% chủ yếu do giá xăng dầu tăng mạnh kể từ T3. Lũy kế từ đầu năm, lạm phát cơ bản tăng 3.9% svck.

Tình hình xung đột bất ngờ leo thang ở khu vực Trung Đông trong cuối T2 đã đẩy giá dầu thế giới tăng đột biến trong những ngày đầu T3, thậm chí thời điểm cao nhất đã chạm mức đỉnh 4 năm tại 119.5 USD/thùng. Hiện giá dầu vẫn dao động ở mức cao tại quanh mức 100 USD/thùng, do việc lưu thông qua eo biển Hormuz tiếp tục bị gián đoạn. Là quốc gia nhập khẩu năng lượng ròng, việc giá dầu thế giới tăng sẽ gây áp lực đáng kể lên giá xăng dầu nội địa. Theo đó, việc này sẽ đẩy chi phí vận tải và cuối cùng là giá bán của các loại hàng hóa trong thời gian tới. Ngoài ra, chỉ số CPI cũng đối mặt với áp lực từ các yếu tố khác như: (1) Giá VLXD sẽ tăng do nhu cầu triển khai các công trình hạ tầng và BĐS dân cư tăng mạnh, trong đó giá thép được dự báo tăng 7% svck; (2) Các quy định về thu thuế các hộ kinh doanh phần nào sẽ tác động đến giá cả đến tay người tiêu dùng. (3) Các tác động của yếu tố tỷ giá và tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong năm 2025 sẽ dần phản ánh vào giá cả hàng hóa của năm 2026. Theo đó, chúng tôi dự báo CPI có thể tiếp tục duy trì quanh mức cao 4.5% - 5% đến cuối Q2 trước khi hạ nhiệt dần về cuối năm, và CPI bình quân năm 2026 có thể tăng 4.0% - 4.3% svck.

Hình 15: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



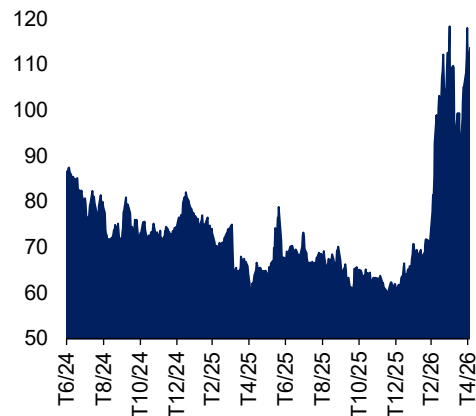
Hình 16: Diễn biến các nhóm hàng hóa chính trong rổ CPI kể từ đầu năm (% svck)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

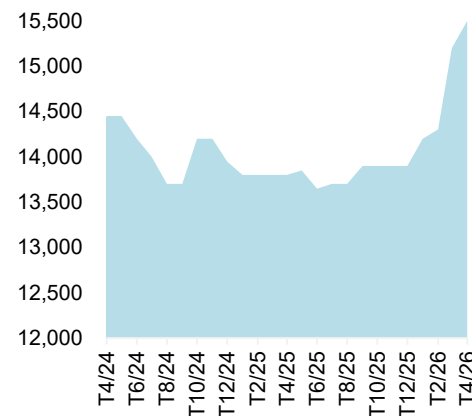
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 17: Giá dầu Brent (USD/thùng)



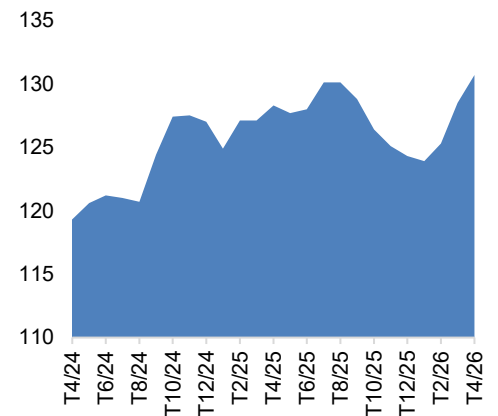
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 18: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 19: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

Làn sóng giảm lãi suất huy động sau chỉ đạo của NHNN

Lãi suất qua đêm đến cuối T4 neo ở mức 6.3% trong bối cảnh áp lực thanh khoản gia tăng trước dịp nghỉ lễ

Sau khi hút ròng gần 114.6 nghìn tỷ đồng trong T3, ngay trong tuần đầu T4 NHNN đã đảo chiều bơm ròng gần 110.2 nghìn tỷ đồng nhằm hỗ trợ thanh khoản. Theo đó, lãi suất qua đêm từ mức 9.3% ở cuối T3 đã duy trì đà giảm và hạ về mức thấp nhất trong hơn 1 tháng tại 3.75% vào ngày 24/4. Bên cạnh động thái bơm ròng của NHNN, việc yếu tố mùa vụ (các TCTD thường có xu hướng

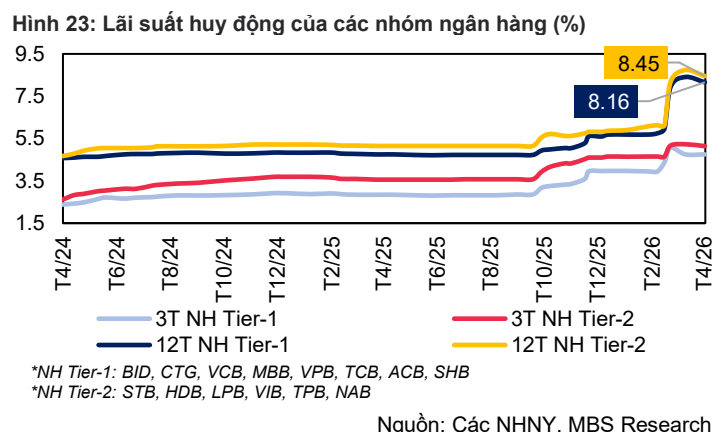
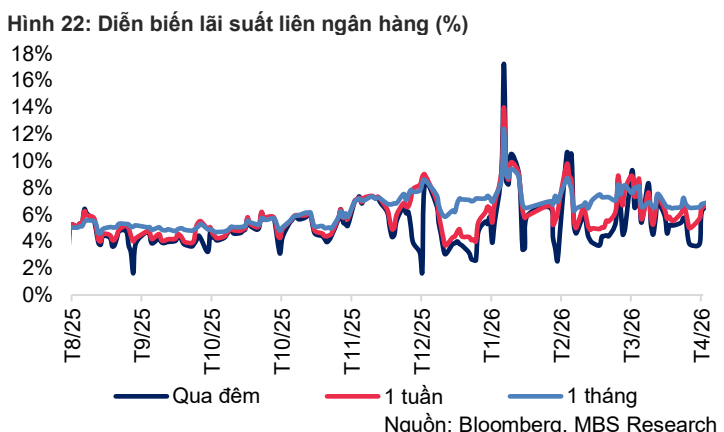
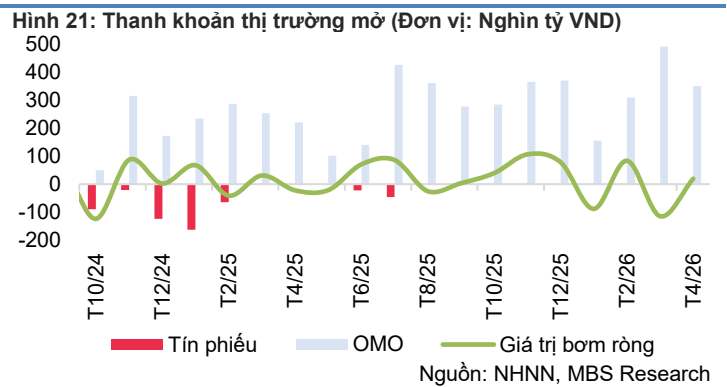
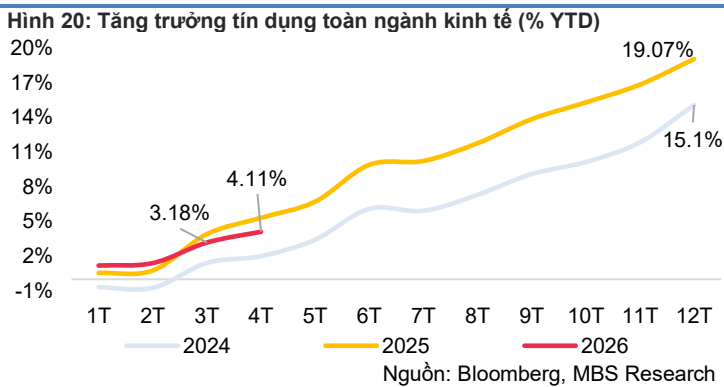
đẩy mạnh tăng trưởng tín dụng vào thời điểm cuối quý) qua đi, cũng được cho là yếu tố giúp giảm áp lực lên thanh khoản hệ thống. Tuy vậy, đến cuối tháng, lãi suất qua đêm đã tăng trở lại lên mức 6.3% trong bối cảnh nhu cầu chi tiêu của người dân tăng cao trước dịp nghỉ lễ dài gây áp lực lên thanh khoản. Trong khi đó, lãi suất các kỳ hạn 1 tuần - 1 tháng dao động ở mức 6.5% - 6.8% vào cuối T4; và lãi suất kỳ hạn 6 tháng duy trì ở mức 7.7%.

Tính chung trong T4, NHNN bơm hơn 350.1 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, kỳ hạn 7 - 56 ngày và lãi suất 4.5%. Trong khi đó, lượng OMO đáo hạn đạt hơn 330.6 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã bơm ròng hơn 19.5 nghìn tỷ đồng trong kỳ. Qua đó đưa lượng OMO lưu hành trong hệ thống lên mức hơn 309.6 nghìn tỷ đồng (-36.7% so với mức đỉnh thiết lập vào đầu T2).

Làn sóng giảm lãi suất huy động sau chỉ đạo của NHNN

Trước bối cảnh mặt bằng lãi suất huy động liên tục tăng nhanh trong quý đầu năm, NHNN vào ngày 9/4 đã tổ chức cuộc họp triển khai công tác ngân hàng với các NHTM. Ngay sau đó, nhiều ngân hàng như: VCB, VPB, LPB, ... đã thông báo giảm lãi suất tiền gửi với mức giảm từ 0.2 - 0.5 điểm phần trăm chủ yếu đối với các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên. Việc các nhà băng nhanh chóng hạ lãi suất huy động cho thấy tín hiệu về sự đồng thuận của hệ thống ngân hàng trong việc thực hiện chủ trương giảm mặt bằng lãi suất, hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Dựa trên dữ liệu khảo sát thực tế, đến cuối T4, lãi suất kỳ hạn dưới 12T cao nhất ở mức 8.7%. Đối với kỳ hạn 12T, Vikki Bank và NAB là 2 ngân hàng có lãi suất huy động 12T cao nhất ở mức 8.8%/năm. Trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier 1 đến cuối T4 ở mức 8.16% (-25 điểm cơ bản so với thời điểm trước chỉ đạo của NHNN); trong khi lãi suất của nhóm các NH Tier 2 ở mức 8.45% (-29 điểm cơ bản so với thời điểm trước chỉ đạo của NHNN). Theo đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của các NHTM đến cuối kỳ ở mức 8.31% (+2.53 điểm phần trăm so với đầu năm). Dù các nhà băng đã đều đồng loạt thực hiện giảm lãi suất trong T4, song hiện lãi suất huy động vẫn neo ở mức cao do mặt bằng lãi suất đã tăng tương đối nhiều trong Q1.



Tỷ giá USD/VND tương đối ổn định trong T4

Xung đột Trung Đông tạm lắng giúp kiềm chế đà tăng của DXY trong T4

Từ mức 99.9 ở cuối T3, chỉ số DXY liên tục duy trì đà giảm trong nửa đầu T4 trong bối cảnh thị trường lạc quan hơn về kỳ vọng giảm leo thang căng thẳng Trung Đông sau khi 2 bên đồng thuận ngừng bắn và Iran tuyên bố mở lại eo biển Hormuz. Theo đó, chỉ số DXY đến giữa T4 đã giảm về mức thấp nhất kể từ cuối T2 tại 98.06 (-2% so với cuối T3).

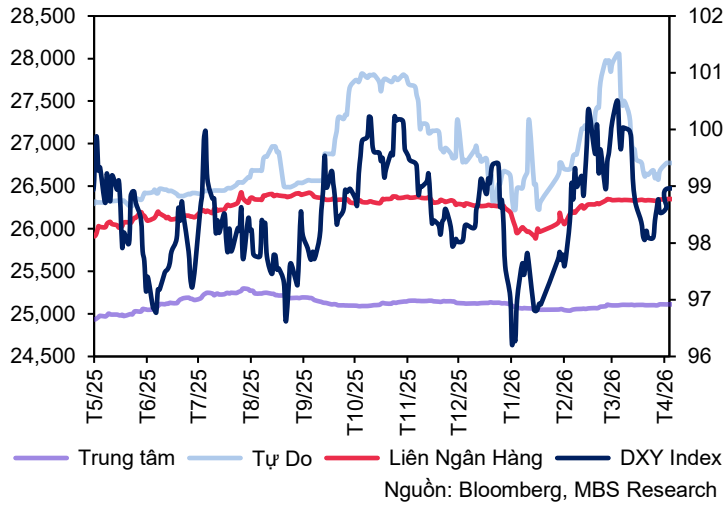
Tuy vậy, Đồng bạc xanh đã nhanh chóng đảo chiều tăng trở lại lên mức 98.9 về cuối tháng (song vẫn thấp hơn 1% so với cuối T3, +0.7% so với đầu năm). Đà hồi phục của USD diễn ra trong bối cảnh Mỹ - Iran đàm phán thất bại và eo biển Hormuz bị đóng trở lại khiến giá dầu vẫn dao động ở mức cao trên US\$100. Việc giá dầu tăng mạnh đã khiến chỉ số PCE T3 bật tăng 3.5% svck - đánh dấu mức tăng mạnh nhất kể từ T5/23. Đối mặt với rủi ro lạm phát gia tăng, Cục dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) vào cuối T4 đã quyết định giữ nguyên phạm vi lãi suất ở mức 3.5% - 3.75% lần thứ ba liên tiếp. Theo công cụ Fedwatch của CME, hiện thị trường kỳ vọng Fed sẽ giữ nguyên lãi suất cho đến hết năm 2027.

Tỷ giá USD/VND tự do giảm mạnh 4.6% trong T4, trong khi tỷ giá liên ngân hàng dao động trong biên độ hẹp

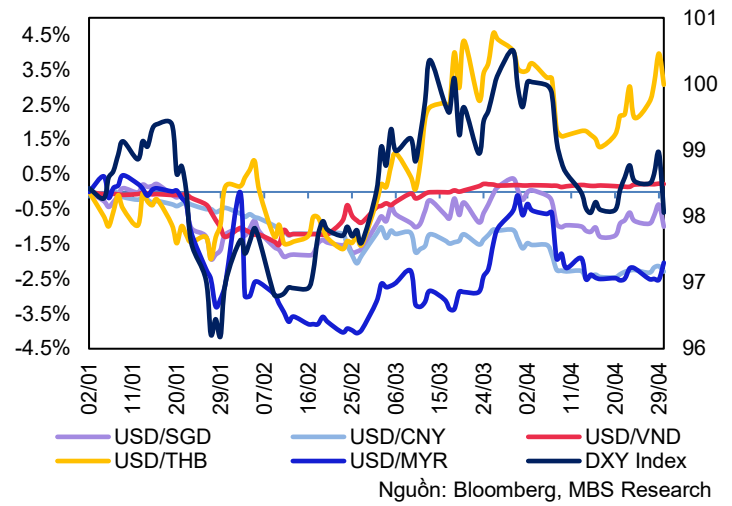
Đà suy giảm của chỉ số DXY, cùng với biện pháp can thiệp của NHNN trong T3 đã giúp giảm đáng kể mức biến động của tỷ giá trong T4. Cụ thể, tỷ giá liên NH trong T4 gần như đi ngang, dao động trong biên độ hẹp quanh mức 26,330 – 26,350 VND/USD. Đến cuối kỳ, tỷ giá liên NH ở mức 26,350 VND/USD (tăng nhẹ 0.04% so với cuối T3, +0.3% so với đầu năm). Cùng với đó, tỷ giá trung tâm cũng chỉ tăng nhẹ 0.04% so với cuối tháng trước lên mức 25,113 VND/USD (-0.04% so với đầu năm). Trong khi đó, tỷ giá tự do giảm mạnh 4.6% trong tháng về mức 26,775 VND/USD (-0.6% so với đầu năm).

Chúng tôi cho rằng vẫn còn các áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới, bao gồm: (1) Việc giá dầu thế giới tăng mạnh do xung đột tại Trung Đông dự kiến sẽ tiếp tục là yếu tố thúc đẩy đà tăng của đồng USD, và tạo áp lực đáng kể lên tỷ giá USD/VND. Thêm vào đó, đồng USD cũng được hỗ trợ bởi kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục trì hoãn việc giảm lãi suất, thậm chí, một số quan chức Fed đã bày tỏ sự ủng hộ đối với việc tăng lãi suất nếu lạm phát chưa hạ nhiệt như kỳ vọng. (2) Thặng dư thương mại thu hẹp khi mức tăng trưởng nhập khẩu vẫn cao hơn đáng kể so với xuất khẩu nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất. Dù kim ngạch xuất khẩu được kỳ vọng sẽ tích cực hơn từ khoảng cuối Q2 khi bước vào mùa cao điểm, mức cải thiện của cán cân thương mại trong thời gian tới dự kiến sẽ khá khiêm tốn. Đặc biệt khi trong ngắn hạn, việc chi phí vận chuyển tăng mạnh cộng hưởng với xu hướng giảm giá của đồng nội tệ trong bối cảnh đồng USD phục hồi mạnh, sẽ làm gia tăng rủi ro về nhập khẩu lạm phát. Theo đó, chúng tôi cho rằng tỷ giá USD/VND sẽ dao động quanh mức 26,350 – 26,700 (tương ứng với mức tăng 0.3% - 1.6% sv đầu năm) trong Q2/2026.

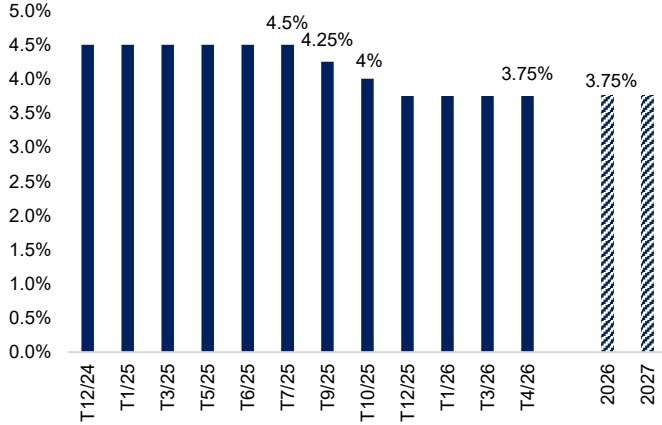
Hình 24: Tỷ giá USD/VND



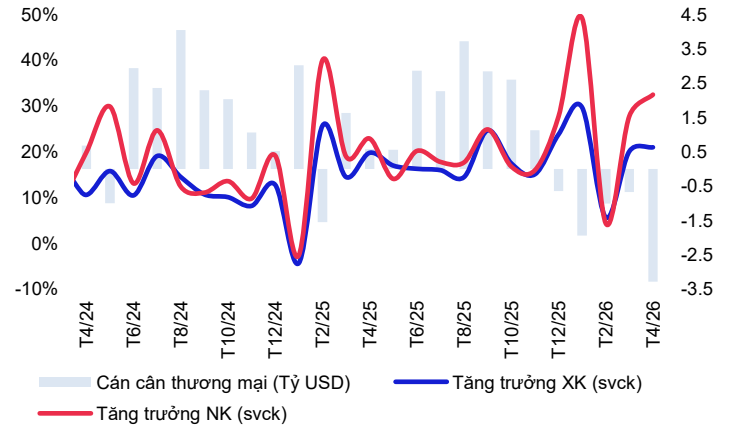
Hình 25: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2025



Hình 26: Chúng tôi dự báo FED sẽ duy trì phạm vi lãi suất ở mức 3.5% - 3.75% trong năm 2026 & 2027



Hình 27: Tăng trưởng xuất nhập khẩu và thặng dư thương mại hàng tháng



Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2026

Các chỉ tiêu kinh tế	2022	2023	2024	2025	2026F
1. GDP và các thành phần kinh tế					
GDP Danh Nghĩa (Tỷ USD)	366.1	430	476.3	514	562 - 563
Tăng trưởng GDP (%)	8.02	5.05	7.09	8.02	8.5 - 8.7
Công nghiệp & xây dựng (%)	7.8	3.7	8.2	8.95	9.2
Dịch vụ (%)	10	6.8	7.4	8.6	9
Nông, lâm nghiệp & thủy sản (%)	3.4	3.8	3.3	3.8	4
Xuất khẩu hàng hóa (%)	10.6	-4.4	14.3	17	15 - 16
Nhập khẩu hàng hóa (%)	8.4	-8.9	16.7	19.4	15 - 16
Cán cân thương mại (tỷ USD)	11.2	28	24.8	20.03	23
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)					
Đầu tư công (Nghìn tỷ đồng)	530	662.6	635.6	820	920 - 970
Đầu tư tư nhân (Nghìn tỷ đồng)	1,873	1,920	2,064	2,237	2,414
Đầu tư nước ngoài (Tỷ USD)	22.4	23.2	25.4	27.6	29
3. Các chỉ số tài chính					
Tỷ giá USD/VND (Cuối năm)	23,612	24,353	25,058	26,297	26,950 - 27,085
% so với đầu năm	2.9	3.1	4.6	3.3	2.5 ~ 3
Lạm phát (%)	3.15	3.25	3.63	3.3	4 - 4.3
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.1	13.7	15.1	20	15 - 16
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (*)	7.8	4.8	4.7	5.5	6.0 - 6.5

(*) Lãi suất tiền gửi 12 tháng của 6 NHTM: VCB, BID, CTG, MBB, TCB và ACB

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Ô Chợ Dừa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng