

TRIỂN VỌNG 2H.2026



MỤC LỤC

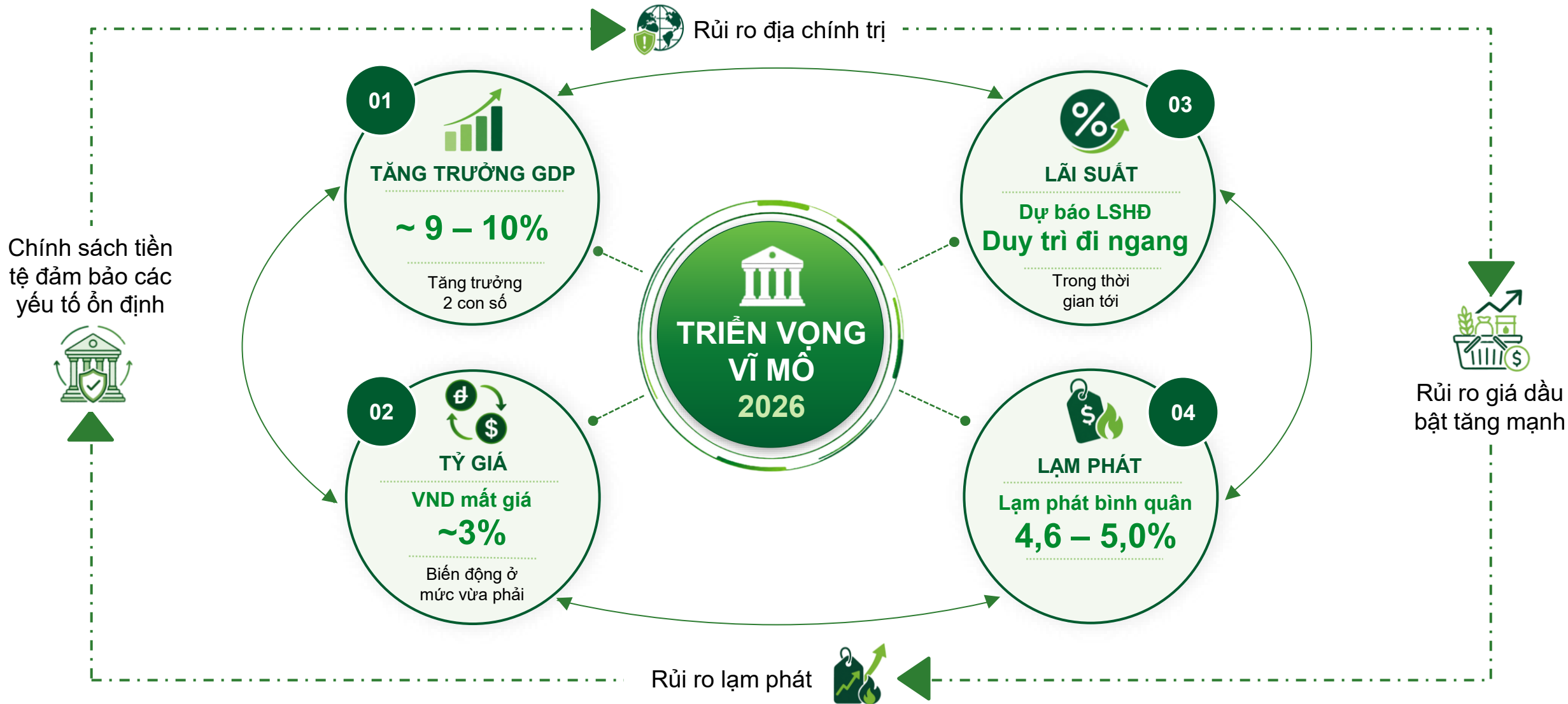


01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU



- ♥ **Bối cảnh thế giới:** Thỏa thuận sơ bộ mất hiệu lực, rủi ro an ninh tại eo biển Hormuz đẩy giá dầu đảo chiều: VCBS cho rằng thỏa thuận ngày 18/6 ngay từ đầu mới chỉ mang tính tạm thời, chủ yếu nhằm kéo dài ngừng bắn và tạo dư địa cho tiến trình đàm phán 60 ngày, trong khi các vấn đề cốt lõi liên quan đến chương trình hạt nhân, lộ trình dỡ bỏ trừng phạt và an ninh eo biển Hormuz vẫn chưa được giải quyết. Việc xung đột nhanh chóng tái diễn cho thấy thỏa thuận thiếu cơ chế thực thi đủ ràng buộc và chưa bảo đảm một tiến trình hạ nhiệt bền vững. VCBS sẽ tiếp tục theo dõi sát diễn biến địa chính trị tại Trung Đông, đặc biệt là tình hình an ninh hàng hải tại eo biển Hormuz và tiến triển của các vòng đàm phán Mỹ–Iran. Trong trường hợp lưu thông qua Hormuz tiếp tục bị gián đoạn, rủi ro gia tăng áp lực lạm phát trong nửa cuối năm sẽ trở nên rõ nét hơn.
- ♥ **Tăng trưởng: GDP 1H.2026 đạt 8,18% yoy** (Quý I tăng 7,94%, Quý II tăng 8,39%). Dựa trên những nền tảng đã đạt được, cùng quyết tâm hướng tới mục tiêu tăng trưởng cao trong thời gian tới, **VCBS dự báo GDP cả năm 2026 đạt 9 – 10%:** (i) Đầu tư công được coi là một công cụ then chốt và mang tính chiến lược để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai, (ii) Công nghiệp chế biến, chế tạo là cũng là khu vực đóng góp chính cho tăng trưởng kinh tế 2H.2026, được bảo chứng bởi dòng vốn FDI đang đầu tư vào các dự án công nghệ cao, (iii) Ngành 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, (iv) Chính sách tiền tệ nửa cuối năm 2026 được kỳ vọng điều hành theo hướng linh hoạt, giữ lãi suất cho vay ở mức hợp lý, tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn rẻ để bứt tốc sản xuất. Dòng vốn tín dụng được định hướng vào các lĩnh vực ưu tiên và trọng điểm. Đồng thời, VCBS kỳ vọng NHNN sẽ điều hành chính sách theo hướng đảm bảo thanh khoản ngân hàng, và sự ổn định tỷ giá, cũng như kiểm soát lạm phát.
- ♥ **Lạm phát:** Bình quân 1H.2026, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 4,38% và lạm phát cơ bản tăng 4,12% so với cùng kỳ năm trước. Trong nước, nguồn cung lương thực thực phẩm được đảm bảo, kéo theo xu hướng ổn định và thậm chí giảm nhẹ của giá lương thực thực phẩm. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn lưu ý tới áp lực tăng lên giá nguyên vật liệu, và áp lực tăng lên giá dầu nếu chiến sự leo thang. **Theo đó, VCBS dự báo CPI có thể đạt quanh ngưỡng 4,6% - 5,0% trong 2026.**
- ♥ **Tỷ giá:** Trong 1H.2026, tỷ giá niêm yết trên NHTM chỉ nhích tăng nhẹ, tuy nhiên tỷ giá giảm đáng kể trên thị trường tự do. Trong 2H.2026, tỷ giá USD/VND vẫn sẽ chịu áp lực tăng trong bối cảnh Fed trì hoãn lộ trình cắt giảm lãi suất, và thậm chí có thể tăng lãi suất nếu áp lực lạm phát dai dẳng hơn. Mặc dù vậy, tỷ giá chỉ chịu áp lực tăng nhẹ do: Dòng vốn FDI giải ngân duy trì tích cực và được kỳ vọng tiếp tục được đẩy mạnh; Hoạt động xuất khẩu được kỳ vọng đẩy mạnh trong nửa cuối năm; Giá vàng thế giới giảm, làm giảm bớt nhu cầu nhập khẩu vàng lậu, qua đó giảm bớt nhu cầu USD tại thị trường tự do. **Theo đó VCBS dự báo VND có thể giảm giá khoảng 3% so với USD trong cả năm 2026.**
- ♥ **Lãi suất:** Tính từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động tăng đồng loạt, chủ yếu tại các kì hạn trung – dài hạn. **Trong thời gian tới, VCBS kỳ vọng mặt bằng LSHĐ sẽ duy trì đi ngang quanh vùng hiện tại.** Một số yếu tố hỗ trợ bao gồm: Định hướng điều hành của NHNN kiên định trong việc ổn định mặt bằng lãi suất và hỗ trợ tăng trưởng. Mặc dù vậy, áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất vẫn còn khi chênh lệch tín dụng – huy động vẫn ở mức cao.

Thỏa thuận sơ bộ gần như đã mất hiệu lực trên thực tế

MỸ VÀ IRAN KÝ THỎA THUẬN SƠ BỘ



18/6

- ♥ **Ngừng chiến sự và mở đàm phán:** Hai bên chấm dứt các hoạt động quân sự, không đe dọa hoặc sử dụng vũ lực; tiếp tục đàm phán thỏa thuận cuối cùng trong 60 ngày.
- ♥ **Nghĩa vụ của Mỹ:** Từng bước dỡ phong tỏa và các rào cản hàng hải, không áp thêm trừng phạt mới; nới hạn chế đối với xuất khẩu dầu và cho phép Iran tiếp cận một phần tài sản phục vụ tái thiết.
- ♥ **Nghĩa vụ của Iran:** Mở lại eo biển Hormuz, khôi phục lưu thông hàng hải và vận tải dầu; duy trì hiện trạng chương trình hạt nhân, không làm giàu ở cấp độ cao hoặc phát triển vũ khí hạt nhân trong thời gian đàm phán.

LỆNH NGỪNG BẮN ĐỒ VỠ



7-10/7

- ♥ **Tranh cãi về vi phạm thỏa thuận:** Mỹ quy trách nhiệm cho Iran về các vụ tập kích ba tàu thương mại tại Hormuz; Iran bác bỏ và cáo buộc Washington vi phạm cam kết.
- ♥ **Vòng xoáy tấn công – trả đũa tái diễn:** Mỹ nổi lại không kích các mục tiêu quân sự Iran; Tehran đáp trả vào các cơ sở của Mỹ tại Vùng Vịnh.
- ♥ **Ngừng bắn mất hiệu lực trên thực tế:** Việc hai bên khôi phục hoạt động quân sự khiến thỏa thuận ngừng chiến không còn được thực thi; ngày 10/7, Tổng thống Trump tuyên bố lệnh ngừng bắn đã kết thúc, dù đàm phán vẫn tiếp tục qua trung gian.

TRANH CHẤP KIỂM SOÁT HORMUZ LEO THANG



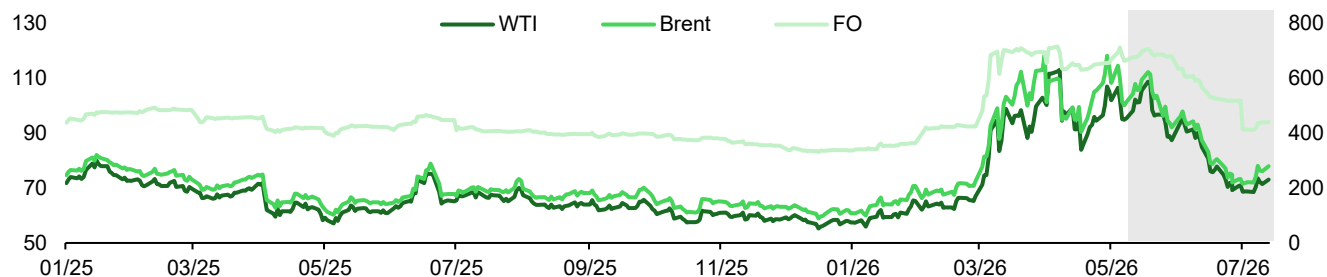
11-13/7

- ♥ **Iran tuyên bố đóng Hormuz:** Iran yêu cầu tàu thuyền phải đi theo tuyến và cơ chế cấp phép do Tehran quy định.
- ♥ **Mỹ bác bỏ quyền kiểm soát của Iran:** Washington khẳng định Hormuz vẫn là tuyến hàng hải quốc tế, triển khai lực lượng bảo vệ hành lang phía Oman và sẵn sàng bảo đảm tàu thương mại được tự do lưu thông.
- ♥ **Giao tranh tập trung quanh Hormuz:** Mỹ đánh vào năng lực chống hạm của Iran, còn Tehran tiếp tục ngăn tàu không được cấp phép.

Căng thẳng tái leo thang, giá dầu nhanh chóng đảo chiều

Cuối tháng 6, giá Brent và WTI giảm mạnh về vùng thấp nhất trong 3 tháng, lần lượt khoảng 27,9% và 29,4% xuống mức \$70,99 và \$73,23, so với mức trung bình tháng 5/2026. Diễn biến này phản ánh tâm lý thị trường tích cực hơn trước triển vọng ngừng bắn kéo dài, lưu thông qua eo biển Hormuz từng bước được nối lại, trong khi nguồn cung từ Trung Đông, Tây Phi và một số khu vực xuất khẩu khác có dấu hiệu cải thiện. **Tuy nhiên, giá dầu nhanh chóng đảo chiều khi căng thẳng Mỹ–Iran tái leo thang, với Brent và WTI lần lượt tăng 2,9% và 6,3% do lo ngại gián đoạn nguồn cung và vận tải qua eo biển Hormuz quay trở lại.**

Diễn biến giá dầu thế giới



- ♥ VCBS cho rằng thỏa thuận ngày 18/6 ngay từ đầu mới chỉ mang tính tạm thời, chủ yếu nhằm kéo dài ngừng bắn và tạo dư địa cho tiến trình đàm phán 60 ngày, trong khi các vấn đề cốt lõi liên quan đến chương trình hạt nhân, lộ trình dỡ bỏ trừng phạt và an ninh eo biển Hormuz vẫn chưa được giải quyết. Việc xung đột nhanh chóng tái diễn cho thấy thỏa thuận thiếu cơ chế thực thi đủ ràng buộc và chưa bảo đảm một tiến trình hạ nhiệt bền vững.
- ♥ Trong thời gian tới, dù Mỹ và Iran vẫn có động lực duy trì đối thoại nhằm hạn chế thiệt hại kinh tế và tránh xung đột lan rộng, VCBS cho rằng quá trình hạ nhiệt trong thời gian tới vẫn tiềm ẩn nhiều yếu tố khó lường. Theo đó, phần bù rủi ro địa chính trị nhiều khả năng tiếp tục duy trì ở mức cao, khiến giá dầu và chi phí vận tải biến động mạnh.
- ♥ Theo đó, **VCBS sẽ tiếp tục theo dõi sát diễn biến địa chính trị tại Trung Đông, đặc biệt là tình hình an ninh hàng hải tại eo biển Hormuz và tiến triển của các vòng đàm phán Mỹ–Iran. Trong trường hợp lưu thông qua Hormuz tiếp tục bị gián đoạn, rủi ro gia tăng áp lực lạm phát trong nửa cuối năm sẽ trở nên rõ nét hơn.**

Mỹ đề xuất thuế bổ sung theo Mục 301, trong đó Việt Nam thuộc nhóm bị đề xuất mức 12,5%

2/4/25

Tổng thống Mỹ Donald Trump ban hành sắc lệnh áp thuế 10% lên mọi hàng nhập khẩu và thuế đối ứng với các nước có thâm hụt thương mại lớn với Mỹ.

2/7/25

Việt Nam phải chịu mức thuế 20% đối với hàng xuất khẩu sang Mỹ và 40% đối với hàng hóa trung chuyển. Trong khi đó, hàng hóa của Mỹ được miễn thuế nhập khẩu khi vào Việt Nam.

1/8/25

Mức thuế đối ứng mới đối với một số quốc gia dao động từ 25% đến 40%.

24/2/26

Chính quyền Trump áp thuế toàn cầu tạm thời 10% trên hầu hết hàng hóa nhập khẩu vào Mỹ, có hiệu lực 150 ngày, trừ các mặt hàng đã chịu thuế theo Điều 232/301, năng lượng và nguyên liệu chiến lược, được phẩm – vật tư y tế thiết yếu, hàng viện trợ nhân đạo và một số sản phẩm quốc phòng, công nghệ nhạy cảm.

9/5/25

Anh trở thành quốc gia đầu tiên ký kết thỏa thuận thương mại với Mỹ kể từ khi chính sách thuế đối ứng được công bố.

7/7/25

Mỹ tiếp tục công bố các mức thuế đối ứng mới đối với một số quốc gia khác, và một số mặt hàng cụ thể.

26/10/25

Việt Nam và Mỹ đạt khung thỏa thuận thương mại mới

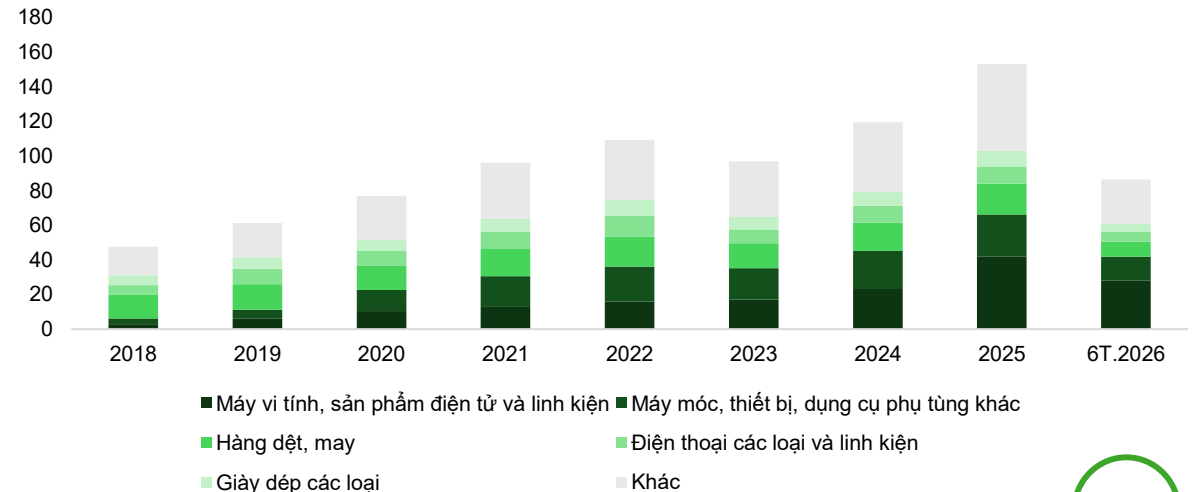
2/6/26

USTR đề xuất thuế bổ sung theo Mục 301, Đạo luật Thương mại Mỹ năm 1974 đối với hàng hóa nhập khẩu do lo ngại vấn đề lao động cưỡng bức, trong đó Việt Nam thuộc nhóm bị đề xuất 12,5%

Nhìn chung, đề xuất thuế bổ sung theo Section 301 nếu được triển khai nhiều khả năng không tạo cú sốc quá lớn đối với triển vọng xuất khẩu của Việt Nam như cơ chế thuế đối ứng diện rộng theo IEEPA trước đây. Phạm vi áp dụng thực tế đã được thu hẹp bởi danh mục loại trừ Annex A, trong đó một phần các nhóm xuất khẩu lớn của Việt Nam như máy tính, sản phẩm điện tử, điện thoại thông minh, linh kiện bán dẫn, thiết bị lưu trữ/màn hình và một số nông sản có thể được loại trừ khỏi thuế bổ sung. Bên cạnh đó, mức thuế quan của Việt Nam không tạo cạnh tranh đáng kể so với nhiều đối tác trong khu vực.

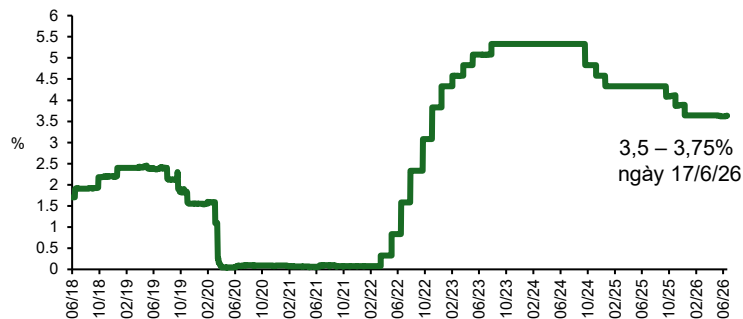
Dù vậy, rủi ro pháp lý, đối với doanh nghiệp xuất khẩu Việt Nam, đặc biệt là doanh nghiệp FDI vẫn cần được theo dõi chặt chẽ. So với tiền lệ thuế theo IEEPA từng bị tòa án bác bỏ, Mục 301 có cơ sở pháp lý trực tiếp hơn do được thiết kế như một công cụ điều tra và ứng phó với các hành vi thương mại bị coi là gây bất lợi cho Mỹ.

Mặt hàng xuất khẩu sang thị trường Mỹ (Đơn vị: Tỷ USD)



Chính sách tiền tệ toàn cầu đứng trước rủi ro đảo chiều trong bối cảnh áp lực lạm phát kéo dài

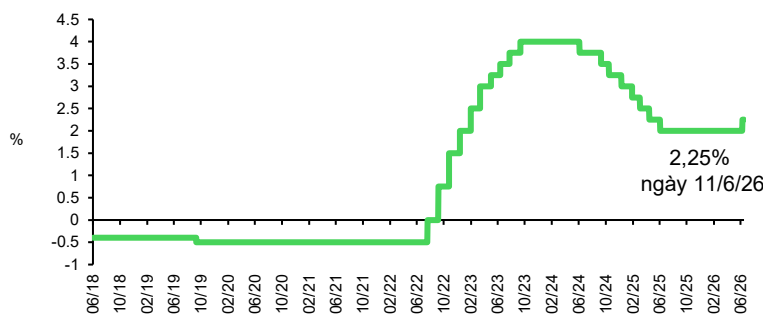
Diễn biến lãi suất Fed Effective Rate



MỸ

- ▼ CPI tháng 5 tăng 4,2% svck, mức cao nhất trong khoảng 3 năm, chủ yếu do nhóm năng lượng tăng 23,5% svck; trong khi lạm phát lõi vẫn ở mức 2,9%.
- ▼ Thị trường lao động Mỹ ghi nhận tín hiệu khởi sắc, với số việc làm phi nông nghiệp tăng 172.000 việc làm trong tháng 5, cao hơn đáng kể so với kỳ vọng thị trường khoảng 80.000–122.000 việc làm; trong khi tỷ lệ thất nghiệp giữ nguyên ở 4,3%.
- ▼ Fed giữ nguyên lãi suất điều hành ở vùng 3,50%–3,75% tại cuộc họp ngày 17/6, đồng thời phát tín hiệu tiếp tục thận trọng do lạm phát còn cao hơn mục tiêu 2%; theo đó, thị trường gia tăng kỳ vọng Fed sẽ có thể tăng lãi suất 1 lần trong H2.2026.

Diễn biến lãi suất tiền gửi tại ECB (DFR)



EU

- ▼ Lạm phát Eurozone tiếp tục tăng lên 3,2% trong tháng 5, từ mức 3,0% của tháng 4, trong khi lạm phát lõi tăng lên 2,5%, cao hơn mục tiêu 2% của ECB.
- ▼ ECB quyết định nâng 25 điểm cơ bản trong cuộc họp tháng 6, đưa lãi suất tiền gửi lên 2,25%, nhằm củng cố lập trường kiểm soát lạm phát trong bối cảnh triển vọng lạm phát Eurozone còn nhiều rủi ro, áp lực giá không chỉ ở nhóm năng lượng mà đã lan sang nhóm dịch vụ.
- ▼ Tăng trưởng kinh tế Eurozone ghi nhận mức âm trong quý I, khiến ECB đối mặt với dư địa chính sách hạn chế hơn và cần tiếp tục theo dõi chặt chẽ cân bằng giữa rủi ro lạm phát và tăng trưởng.



VCBS

Kỳ vọng nới lỏng tiền tệ đầu năm 2026 đã đảo chiều, khi xung đột Trung Đông leo thang làm gia tăng rủi ro giá năng lượng và áp lực lạm phát, trong khi tăng trưởng toàn cầu được dự báo ở mức thấp. Mặc dù xung đột đã tạm thời hạ nhiệt, song vẫn tiềm ẩn nhiều biến số khó lường, chúng tôi cho rằng động thái của các NHTW lớn sẽ tiếp tục thận trọng trong H2.2026, thay vì quay trở lại chu kỳ nới lỏng. Trong bối cảnh này, đồng USD vẫn sẽ được hỗ trợ, tuy nhiên chỉ tăng ở mức vừa phải; theo đó, chúng tôi cho rằng vẫn tiềm ẩn áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới.

NGHỊ QUYẾT SỐ 10/NQ-TW VỀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ CÓ VỐN ĐẦU TƯ NƯỚC NGOÀI

MỤC TIÊU 2030

 Thu hút 200 – 300 tỷ USD vốn FDI đăng ký

 150 – 200 tỷ USD vốn FDI thực hiện

TẦM NHÌN 2045

 FDI phát triển hiệu quả, bền vững

 Gắn kết chặt chẽ với khu vực trong nước

NHIỆM VỤ TRỌNG TÂM

- Ưu tiên FDI công nghệ cao, đổi mới sáng tạo, xanh hóa sản xuất.
- Tăng liên kết DN FDI – DN nội địa, nâng tỷ lệ nội địa hóa.
- Nâng hiệu ứng lan tỏa, kiểm soát an ninh kinh tế.

NGHỊ QUYẾT SỐ 68/NQ-TW VỀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ TƯ NHÂN

MỤC TIÊU 2030

 10 – 12% tăng trưởng bình quân

 84 – 85% việc làm cả nước

TẦM NHÌN 2045

 Khu vực tư nhân chiếm ≥60% GDP

 3 triệu DN hoạt động

NHIỆM VỤ TRỌNG TÂM

- Cải cách thể chế, bảo đảm quyền bình đẳng tiếp cận nguồn lực.
- Hỗ trợ DNNVV, hộ kinh doanh; phát triển DN lớn, tập đoàn tư nhân.
- Tăng kết nối doanh nghiệp tư nhân với DNNN và DN FDI

NGHỊ QUYẾT SỐ 79/NQ-TW VỀ PHÁT TRIỂN KINH TẾ NHÀ NƯỚC

MỤC TIÊU 2030

 100% DNNN quản trị hiện đại trên nền tảng số

 50 DN vào nhóm 500 DN lớn nhất ĐNÁ

TẦM NHÌN 2045

 Dự trữ quốc gia 2% GDP

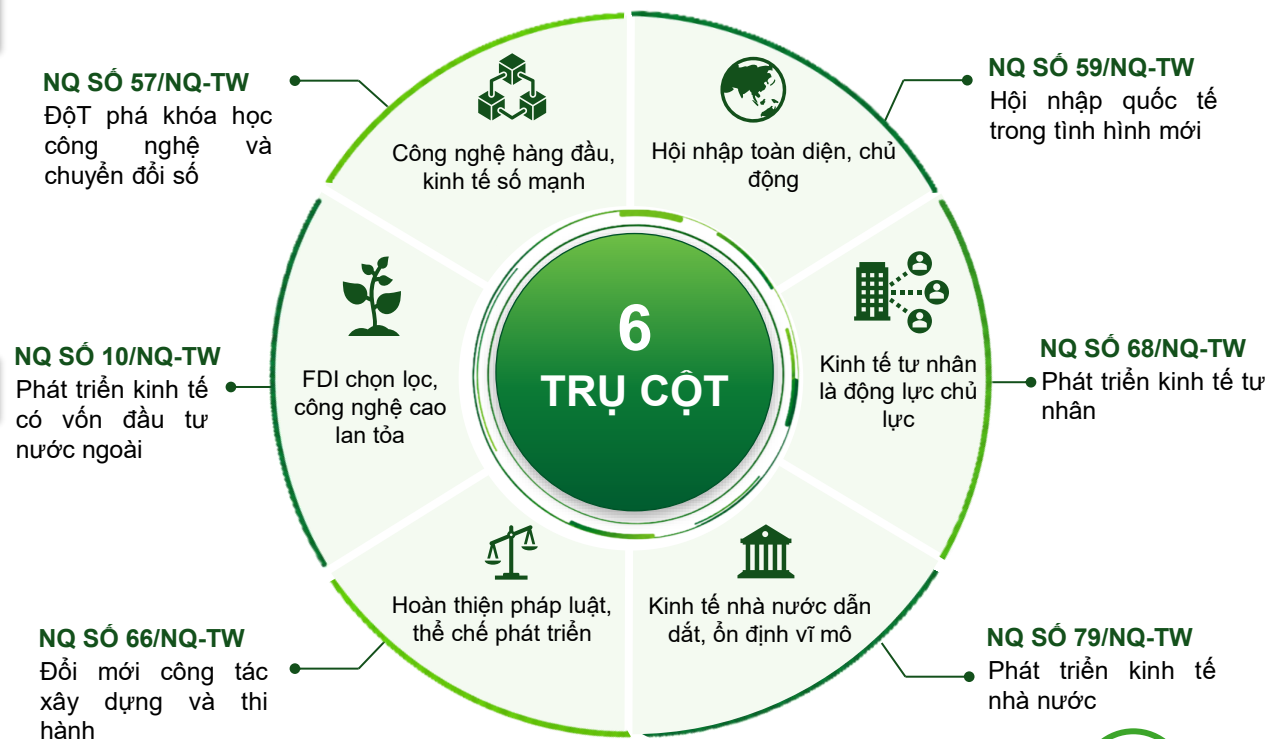
 60 DN vào nhóm 500 DN lớn nhất Đông Nam Á

NHIỆM VỤ TRỌNG TÂM

- Hoàn thiện pháp luật, phân cấp, phân quyền; sử dụng hiệu quả nguồn lực.
- Tiên phong trong KHCN, đổi mới sáng tạo, chuyển đổi số, chuyển đổi xanh.
- Phát triển các tập đoàn, DNNN mạnh trong lĩnh vực then chốt, chiến lược.

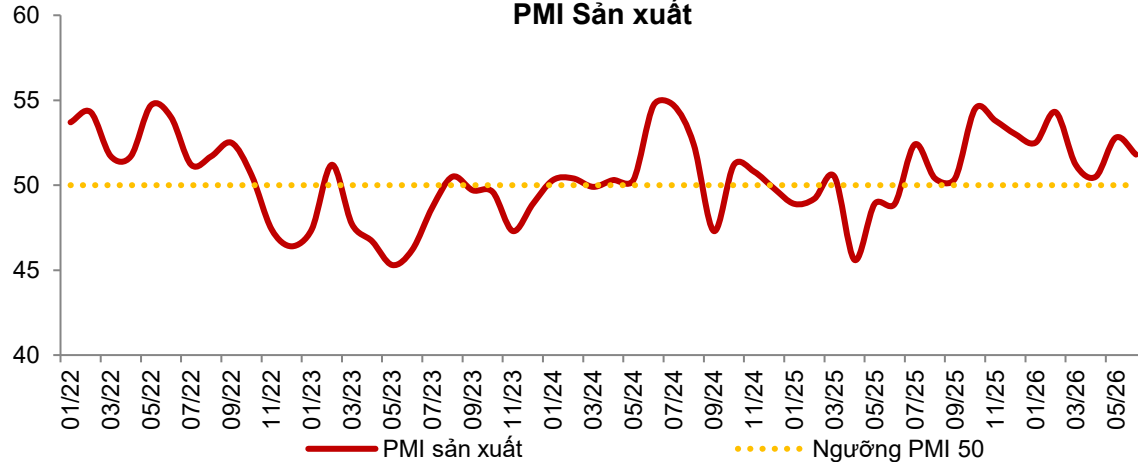
VCBS cho rằng:

- ♥ Hướng tới mục tiêu tăng trưởng cao và bền vững hơn, Việt Nam đang đẩy mạnh tái định vị mô hình tăng trưởng dựa trên 6 trụ cột chính sách trọng tâm, nhằm khơi thông nguồn lực, nâng cao năng lực sản xuất trong nước và củng cố sức cạnh tranh dài hạn.
- ♥ Trong đó, **VCBS đặc biệt lưu ý tới 3 trụ cột gồm Nghị quyết 10, 68 và 79, do đây là các định hướng có vai trò kết nối khu vực FDI, kinh tế tư nhân và kinh tế nhà nước — ba lực lượng then chốt trong cấu trúc tăng trưởng mới.** Các trụ cột này không chỉ bổ sung nguồn lực cho tăng trưởng, mà còn hướng tới nâng chất lượng dòng vốn, tăng liên kết giữa các khu vực kinh tế, cải thiện hàm lượng giá trị nội địa và nâng vị thế của Việt Nam trong chuỗi giá trị toàn cầu.



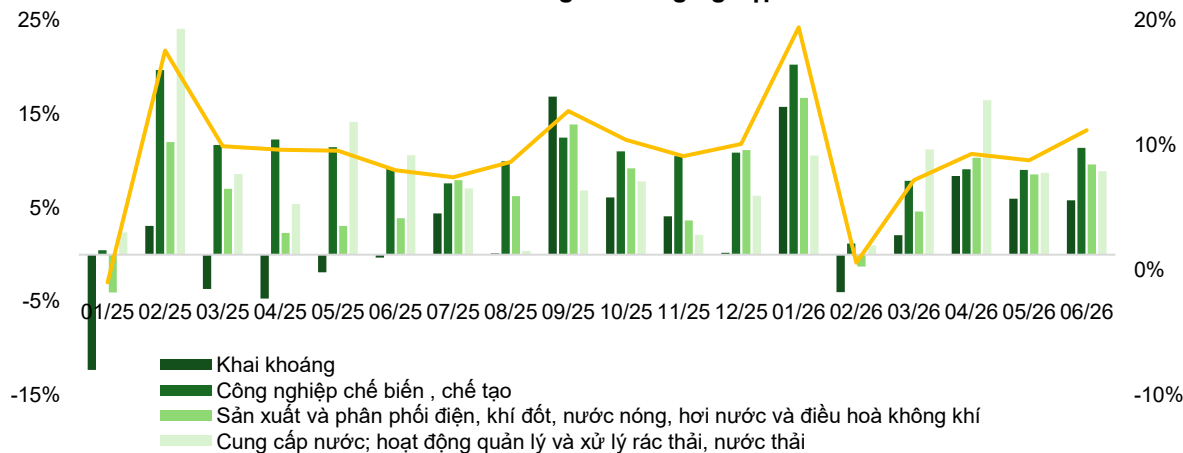
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

PMI Sản xuất



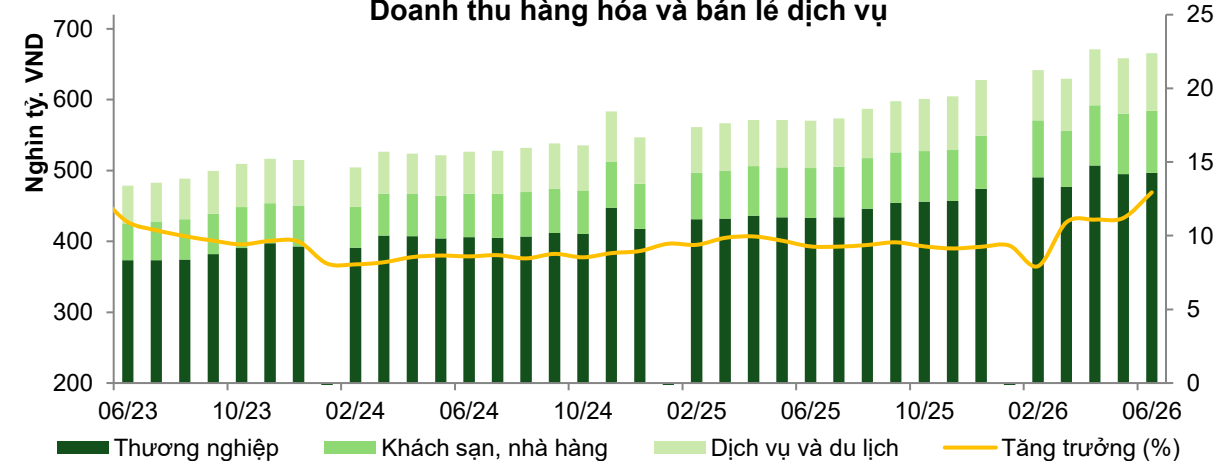
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP

IIP Toàn ngành công nghiệp



HOẠT ĐỘNG BÁN LẺ DỊCH VỤ

Doanh thu hàng hóa và bán lẻ dịch vụ



- Chỉ số PMI tháng 6 đạt 51,8 điểm, cho thấy đà tăng trưởng được duy trì dù giảm nhẹ so với tháng trước. Sản lượng ghi nhận mức tăng nhanh nhất bốn tháng nhờ đơn hàng mới dồi dào và áp lực lạm phát hạ nhiệt
- Trong năm 2026, động lực chính của IIP đến từ nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo — mà trong đó, điện tử, linh kiện và thiết bị máy tính (chủ yếu đến từ nhóm doanh nghiệp FDI) là nhóm tăng mạnh nhất. **Tính chung 6 tháng đầu năm chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) đạt +10,8% YoY, trong đó ngành chế biến chế tạo tiếp tục đóng góp lớn nhất với mức tăng +11,4% YoY**
- Trong 1H.2026, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt **3.889,5 nghìn tỷ đồng, +12,9% YoY** (2025 chỉ ghi nhận mức tăng +7,4% YoY), nếu loại trừ yếu tố giá tăng 7,3% (cùng kỳ năm 2025 tăng 7,4%).

FDI ĐĂNG KÝ MỚI & THỰC HIỆN TĂNG TRƯỞNG TÍCH CỰC

- Trong 1H.2026, tổng vốn FDI đăng ký vào Việt nam đạt **34,65 tỷ USD (+61% YoY)**. Đáng chú ý, nguồn vốn đầu tư mới đang không chỉ dừng lại ở các hoạt động sản xuất, lắp ráp thuần túy mà đã bắt đầu dịch chuyển dần sang những lĩnh vực có hàm lượng giá trị gia tăng cao hơn, tiêu biểu như xây dựng trung tâm dữ liệu, mở rộng các cơ sở nghiên cứu và phát triển (R&D) hay các nhà máy sản xuất bán mạch in.
- FDI giải ngân cũng **bứt phá mạnh mẽ khi ước đạt 13,03 tỷ USD (+11,2% yoy)**. Đây là mức thực hiện cao nhất trong nửa đầu năm tính từ năm 2022 trở lại đây, cho thấy các dự án đang được triển khai thực tế một cách nhanh chóng. Kết quả ấn tượng này phản ánh niềm tin vững chắc của các nhà đầu tư quốc tế vào sự ổn định và triển vọng phát triển dài hạn của nền kinh tế Việt Nam.

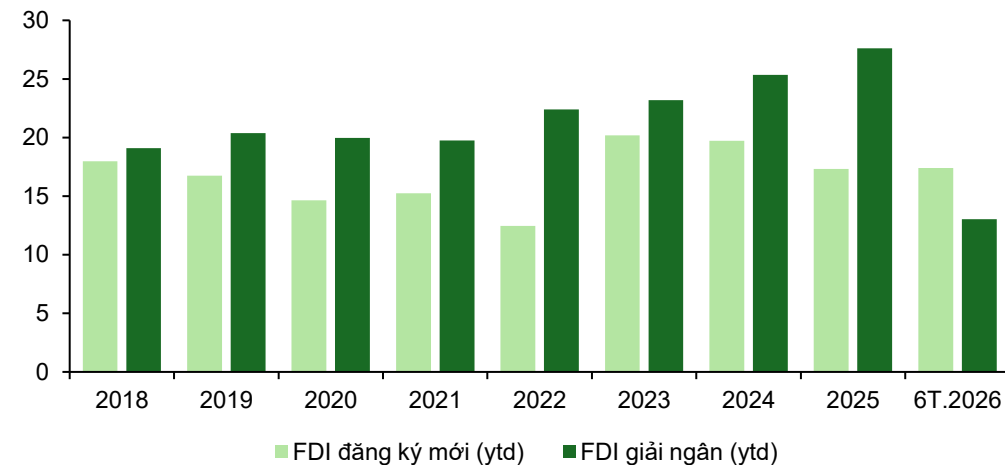
VCBS dự báo tăng trưởng tại khu vực FDI trong năm 2026 có thể đạt ngưỡng 10-15%, dựa trên nền tảng vĩ mô ổn định cùng tiềm năng tăng trưởng dài hạn.

CÁN CÂN THƯƠNG MẠI GHI NHẬN THÁNG 6 THÁNG NHẬP SIÊU LIÊN TIẾP

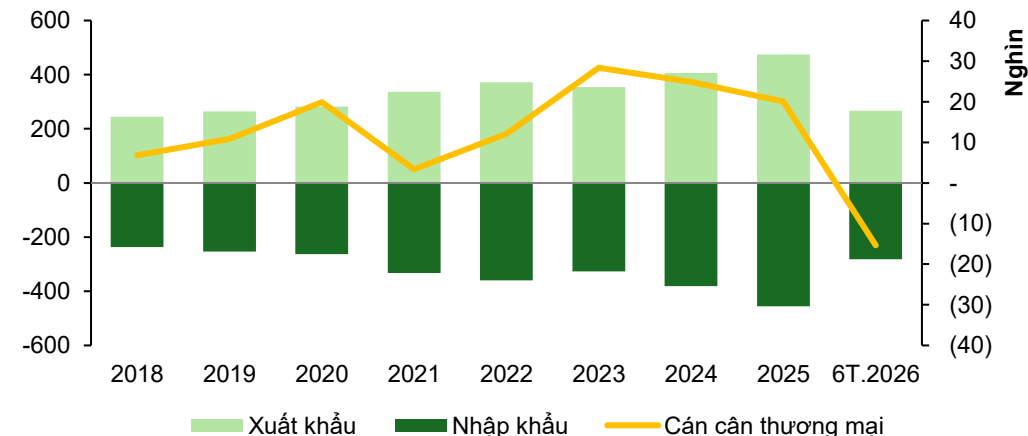
- Tính chung 6 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt **266,52 tỷ USD (+21% YoY)**, kim ngạch nhập khẩu ước đạt **156,6 tỷ USD (+39,1% YoY)**. Cán cân thương mại hàng hóa nhập siêu **16,65 tỷ USD**.
- Nhập siêu chủ yếu do các doanh nghiệp FDI thường có xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu máy móc, linh kiện và nguyên liệu đầu vào nửa đầu năm, nhằm phục vụ cho các đơn hàng xuất khẩu dự kiến tăng cao trong quý 3 và quý 4 (phục vụ Giáng sinh, Năm mới tại các thị trường lớn như Mỹ, EU).

VCBS kỳ vọng cán cân thương mại sẽ sớm đạt thặng dư trở lại trong nửa cuối năm 2026. Động lực chính đến từ sự hồi phục của hoạt động xuất khẩu nhằm đáp ứng nhu cầu mua sắm cao điểm cuối năm tại các thị trường quốc tế.

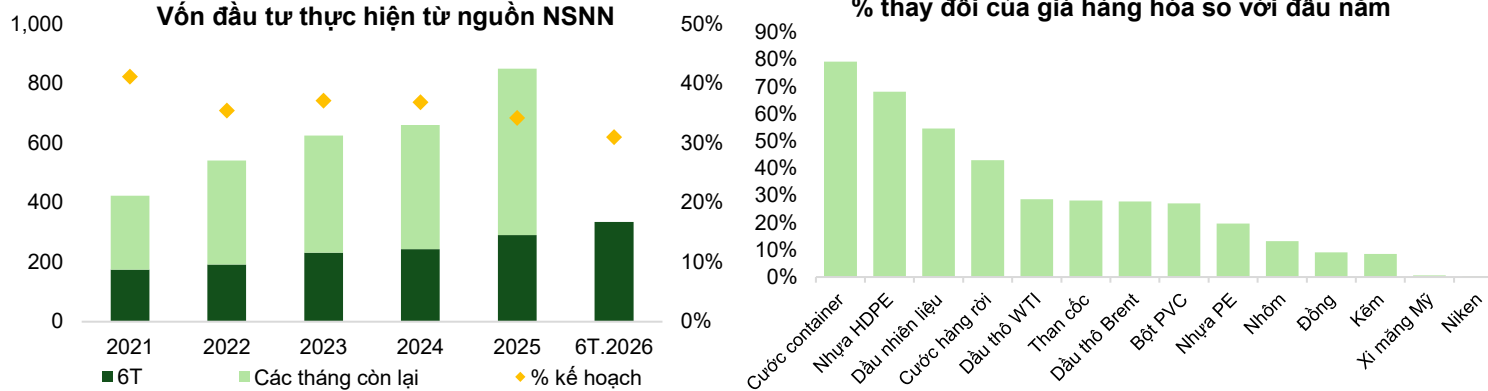
Vốn đầu tư trực tiếp FDI (tỷ USD)



Xuất nhập khẩu (tỷ USD)



Kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tích cực tăng tốc trong H2.2026



Giải ngân đầu tư công ước đạt 335.600 tỷ đồng, bằng 31,2% kế hoạch năm (+12,7% yoy). Mặc dù quy mô giải ngân khá lớn so với cùng kỳ năm trước, tiến độ giải ngân vẫn còn chậm, chủ yếu do (i) các điểm nghẽn về GPMB, (ii) vướng mắc thủ tục đầu tư, và (iii) áp lực chi phí nguyên vật liệu gia tăng do xung đột Mỹ - Iran.

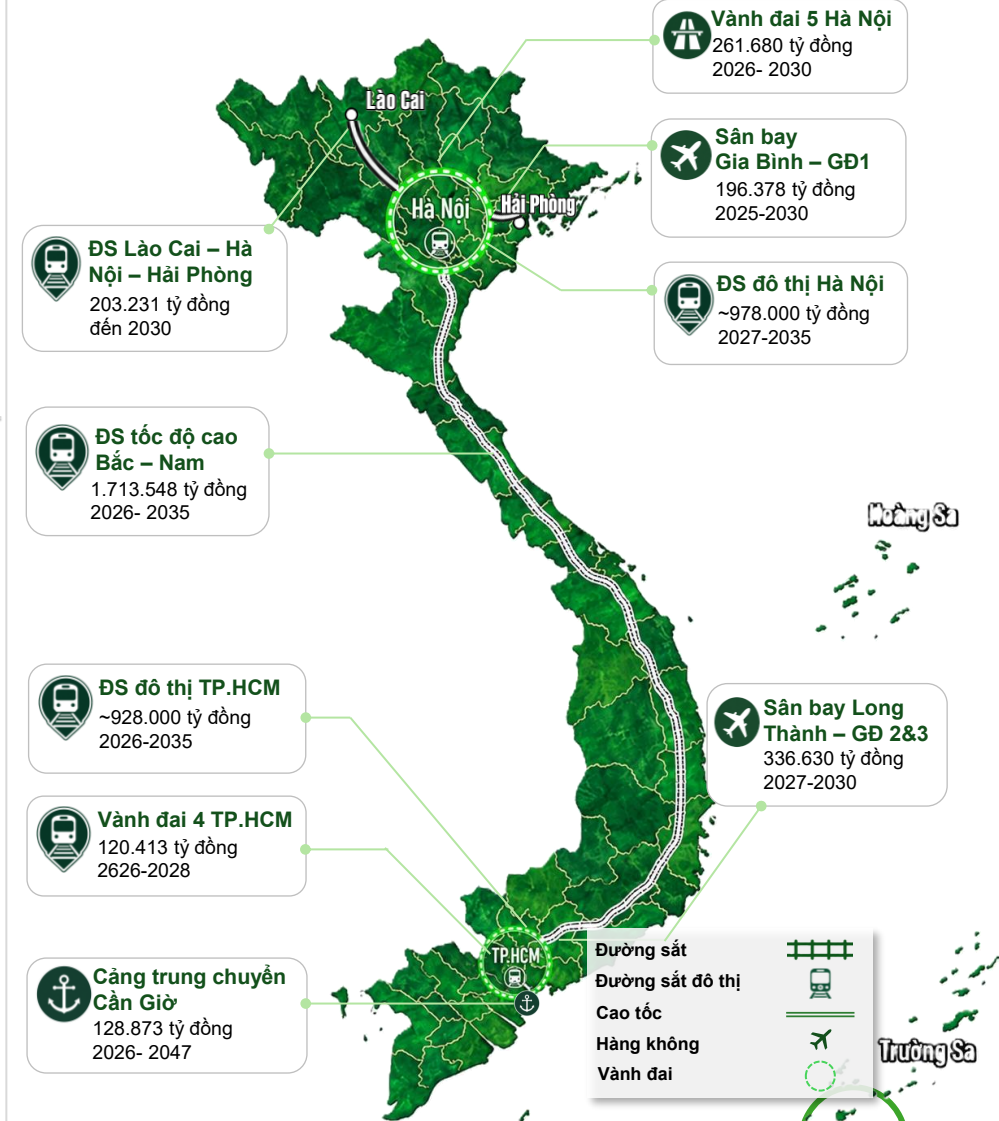
VCBS cho rằng giai đoạn này là thời điểm vàng để đẩy mạnh giải ngân đầu tư công qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và nâng cao năng lực hạ tầng trong trung - dài hạn. Theo đó, giải ngân đầu tư công H2.2026 được kỳ vọng sẽ tích cực tăng tốc:

- (i) **Áp lực hoàn thành mục tiêu tăng trưởng cao** cùng với chỉ đạo điều hành quyết liệt hơn từ Chính phủ.
- (ii) **Quy mô kế hoạch vốn lớn tạo dư địa giải ngân đáng kể trong H2.2026**, với vốn đầu tư công năm 2026 đạt hơn 1.013 nghìn tỷ đồng và kế hoạch trung hạn 2026–2030 lên tới 8,22 triệu tỷ đồng; trong khi phần lớn vốn đã được phân bổ và nhiều dự án trọng điểm bước vào giai đoạn triển khai cao điểm.
- (iii) **Dư địa tài khóa tương đối thuận lợi**: tỷ lệ nợ công/GDP ước khoảng 35–36%, thấp hơn đáng kể so với trần cho phép và mặt bằng nhiều nước trong khu vực, tạo dư địa để Chính phủ tiếp tục huy động nguồn lực cho đầu tư phát triển trong phạm vi an toàn.
- (iv) **Nhu cầu hoàn thiện hạ tầng chiến lược còn lớn**, trong khi áp lực già hóa dân số khiến yêu cầu nâng cao năng suất và giảm chi phí logistics trở nên cấp thiết hơn, tạo động lực để Việt Nam tranh thủ giai đoạn hiện nay đẩy mạnh đầu tư vào cao tốc, vành đai, sân bay, cảng biển và hạ tầng đô thị hành.

(v) **Hành lang pháp lý tiếp tục được hoàn thiện** theo hướng tháo gỡ vướng mắc về GPMB/đất đai, đảm bảo tiến độ giải ngân

Yếu tố cần theo dõi: khả năng hấp thụ vốn của dự án, đặc biệt là GPMB, thủ tục điều chỉnh, biến động giá vật liệu do căng thẳng địa chính trị, cũng như năng lực triển khai của nhà thầu có thể tiếp tục chi phối tiến độ triển khai.

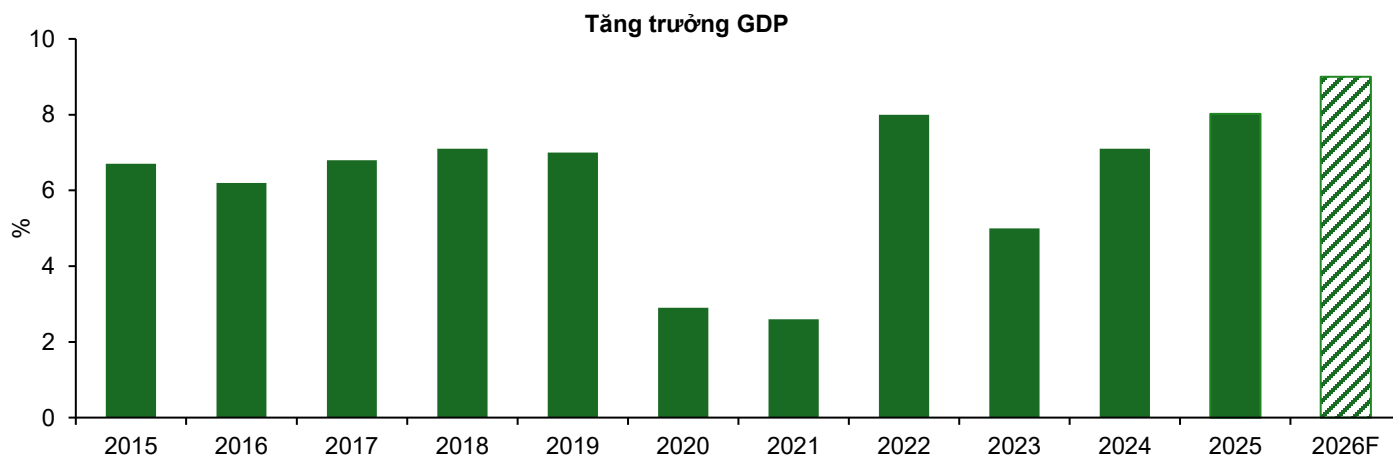
Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2026 – 2030



VCBS DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG NĂM 2026 CÓ THỂ ĐẠT KHOẢNG 9-10%

▼ GDP 1H.2026 đạt 8,18% yoy (Quý I tăng 7,94%, Quý II tăng 8,39%). Nghị quyết 168/NQ-CP đã đưa ra kịch bản cho nửa cuối năm nhằm hướng tới mục tiêu tăng trưởng hai chữ số. Chúng tôi cho rằng, mặc dù vẫn tồn tại thách thức, nhưng mục tiêu tăng trưởng trên hai chữ là hoàn toàn có cơ sở để kỳ vọng:

- Trong giai đoạn tới, đầu tư công được coi là một công cụ then chốt và mang tính chiến lược để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai.
- Công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng kinh tế 2H.2026, được bảo chứng bởi dòng vốn FDI đầu tư vào các dự án công nghệ cao, vi mạch bán dẫn và các chuỗi nhà máy thông minh, giúp Việt Nam dịch chuyển mạnh mẽ từ gia công thô sang sản xuất tinh có giá trị gia tăng lớn.
- Ngành 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.
- Chính sách tiền tệ nửa cuối năm 2026 được kỳ vọng điều hành theo hướng linh hoạt, giữ lãi suất cho vay ở mức hợp lý, tạo điều kiện cho doanh nghiệp tiếp cận nguồn vốn rẻ để bứt tốc sản xuất. Dòng vốn tín dụng được định hướng vào các lĩnh vực ưu tiên (như công nghiệp chế biến, chế tạo và các dự án hạ tầng trọng điểm). Đồng thời, VCBS kỳ vọng NHNN sẽ điều hành chính sách theo hướng đảm bảo thanh khoản ngân hàng, và sự ổn định tỷ giá, cũng như kiểm soát lạm phát.



Nghị quyết 168/NQ-CP (2026)

Cập nhật kịch bản tăng trưởng



Bình quân 1H.2026, chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tăng 4,38% và lạm phát cơ bản tăng 4,12% so với cùng kỳ năm trước.

- 🛡️ Nhóm nhà ở và vật liệu xây dựng ghi nhận mức tăng mạnh, chủ yếu do chi phí thuê nhà và giá các loại vật liệu như sắt, thép, xi măng duy trì ở mức cao.
- 🛡️ Nhóm giao thông có những giai đoạn tăng cao do chịu áp lực tăng từ giá nhiên liệu thế giới
- 🛡️ Nhóm hàng ăn và dịch vụ ăn uống cũng tăng do chi tiêu của người dân bởi giá nguyên liệu thực phẩm đầu vào biến động thất thường.

Dự báo CPI có thể đạt quanh ngưỡng 4,6% - 5,0% trong 2026

Trong 2H, lạm phát có thể được hỗ trợ bởi yếu tố:

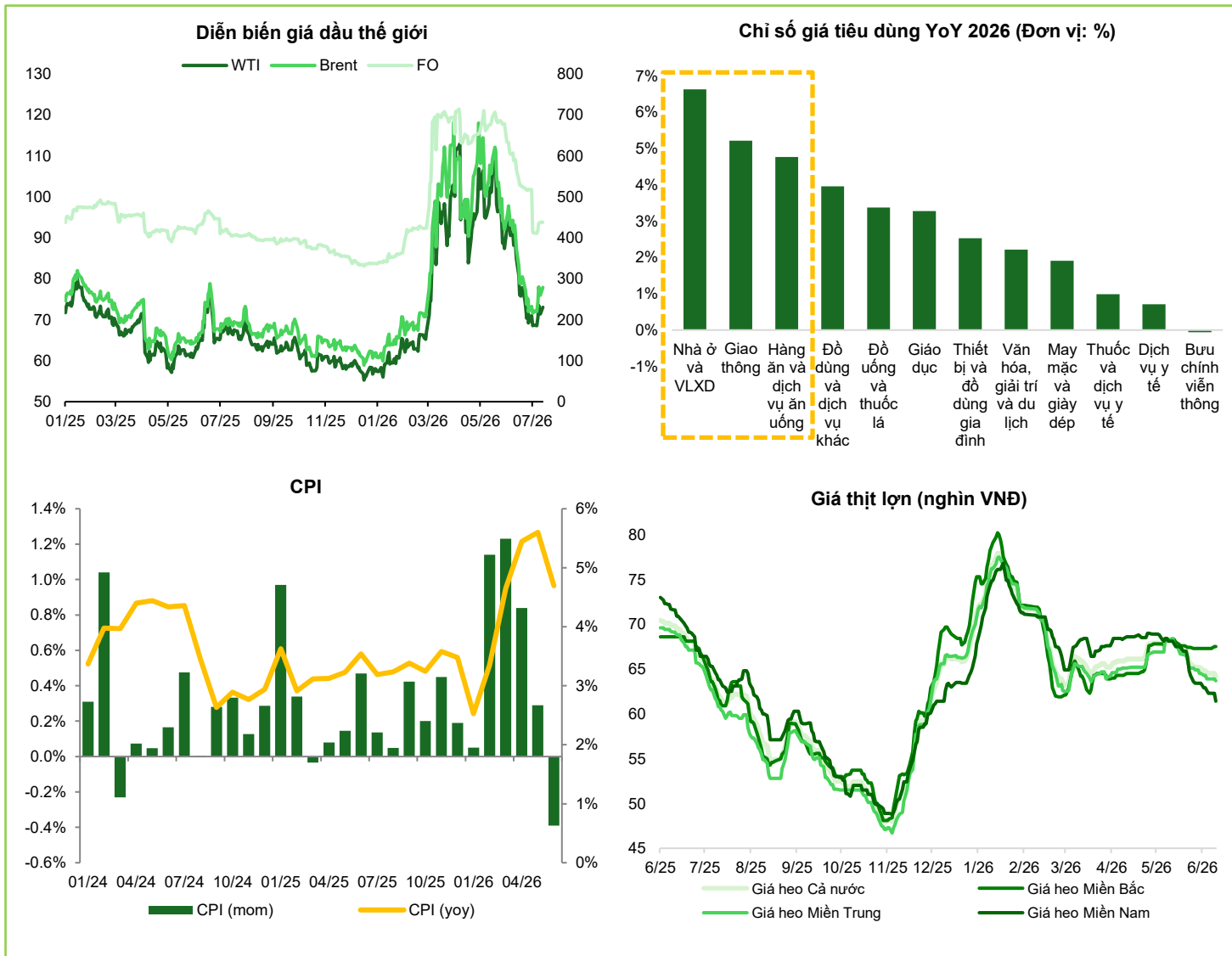
- 🛡️ Giá lương thực thực phẩm như giá heo hơi sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm về vùng 55.000–60.000 đồng/kg vào cuối năm. Nguồn cung heo thịt dự kiến gia tăng từ nửa cuối năm khi lượng heo được tái đàn trong các quý trước bắt đầu bước vào giai đoạn xuất chuồng.

Trong 2H, lạm phát có thể chịu áp lực tăng bởi yếu tố:

- 🛡️ Giá nguyên vật liệu xây dựng tiếp tục tăng trong bối cảnh đẩy mạnh nhu cầu đầu tư công, hướng tới đạt mục tiêu tăng trưởng GDP ở ngưỡng cao
- 🛡️ Từ ngày 01/7/2026, mức lương cơ sở của cán bộ, công chức, viên chức chính thức tăng tăng 8,12% theo Nghị định 161/2026/NĐ-CP, tuy nhiên tác động có thể ngấm dần kể từ thời điểm quý 4

Lưu ý: Dù giá xăng dầu trong nước có xu hướng giảm nhẹ theo giá thế giới trong quý 2, nhưng rủi ro địa chính trị toàn cầu vẫn là một ẩn số lớn khiến giá dầu và các sản phẩm từ dầu có thể đảo chiều bất tăng mạnh, kéo theo lạm phát chi phí đẩy.

Theo đó, VCBS dự báo CPI có thể đạt quanh ngưỡng 4,6% - 5,0% trong 2026.



Thị trường ngoại tệ cho thấy sự phân hóa, tỷ giá điều chỉnh giảm tại thị trường tự do

Trong 1H, tỷ giá nhích tăng trên hệ thống ngân hàng nhưng điều chỉnh giảm trên thị trường tự do

- Tính đến cuối tháng 6, tỷ giá ghi nhận mức tăng khoảng 85 điểm tại các NHTM, đóng cửa tại ngưỡng 26,466 VND/USD.
- Tuy nhiên, tỷ giá giảm khoảng 290 điểm tại thị trường tự do, đóng cửa tại 26,530 VND/USD.

Dự báo VND có thể giảm giá khoảng 3% so với USD trong năm 2026

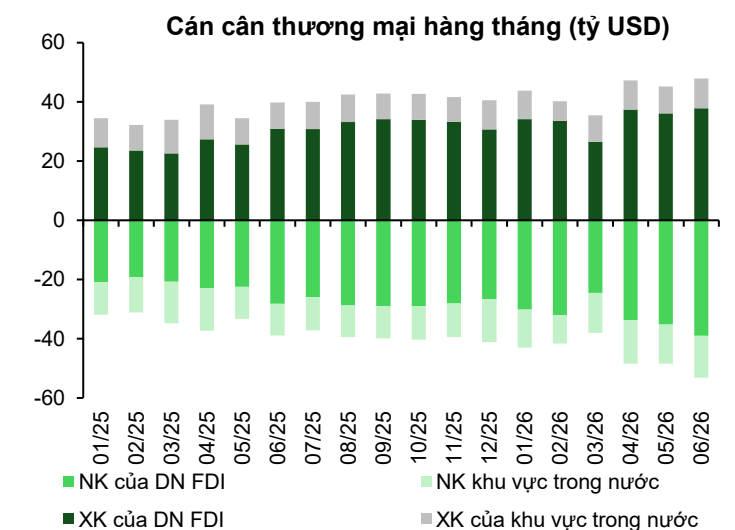
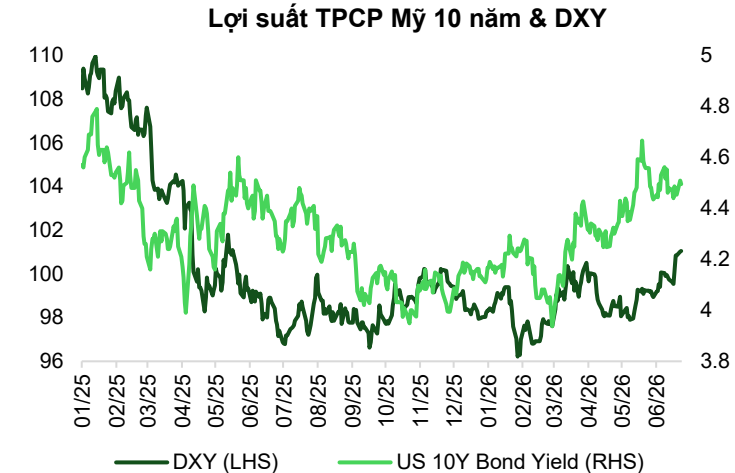
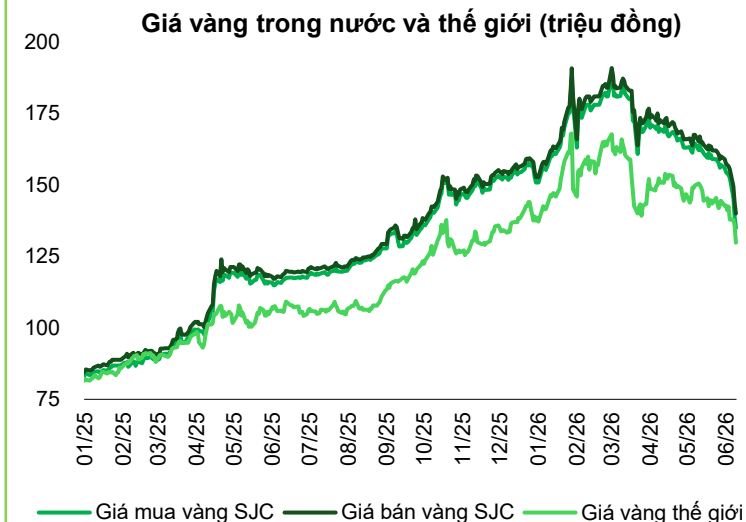
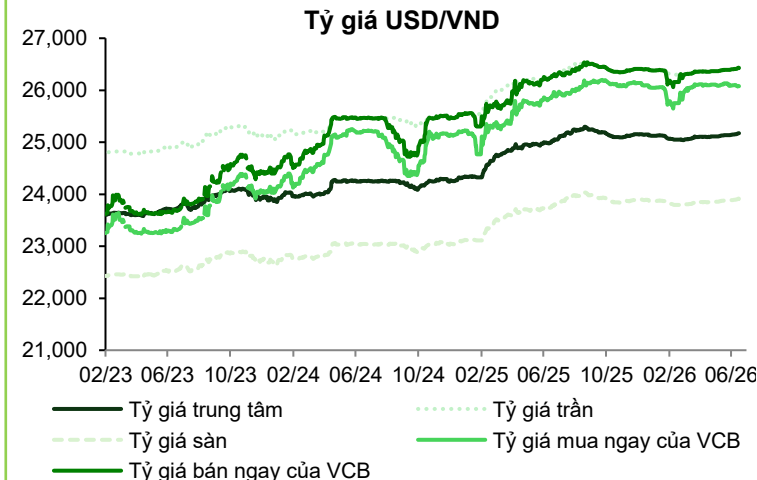
Trong 2H.2026, tỷ giá USD/VND vẫn sẽ chịu áp lực tăng:

- DXY được dự báo neo ở ngưỡng cao lâu hơn dự kiến khi Fed dự kiến tiến hành tăng lãi suất vào cuối năm 2026, lợi suất TPCP Mỹ 10Y neo ở ngưỡng cao cũng là yếu tố hỗ trợ sức mạnh đồng USD.

Chúng tôi cho rằng tỷ giá chỉ chịu áp lực tăng nhẹ do:

- 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
- Giá vàng thế giới đã điều chỉnh giảm, điều này làm giảm bớt nhu cầu nhập khẩu vàng lậu, qua đó giảm nhu cầu USD tại thị trường tự do..

Theo đó VCBS dự báo VND có thể giảm giá khoảng 3% so với USD trong năm 2026.



Tính từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động tăng đồng loạt, chủ yếu tại các kì hạn trung – dài hạn

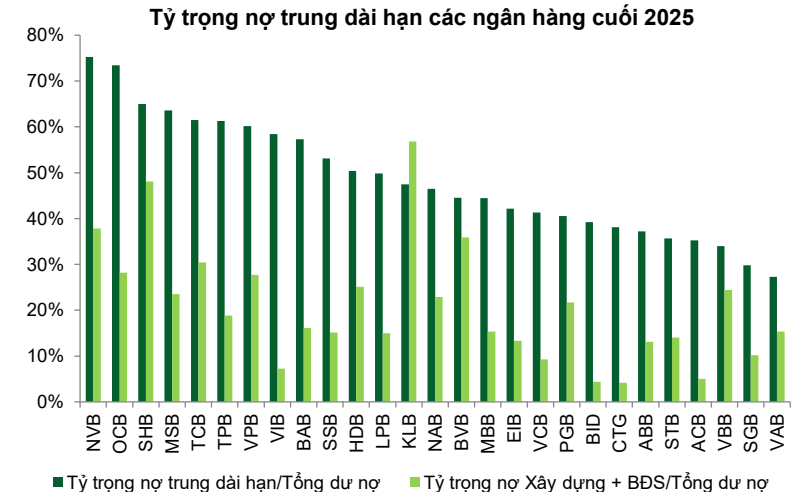
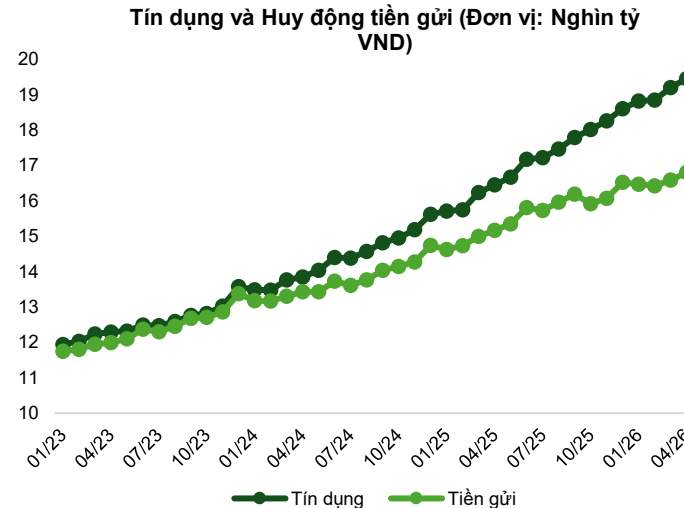
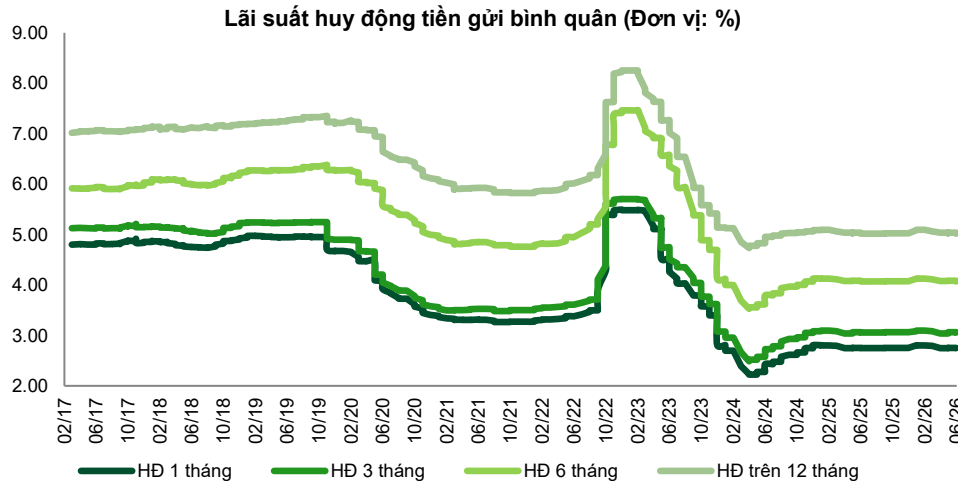
Cập nhật (Từ đầu năm đến nay):

- Nhóm quốc doanh: điều chỉnh tăng rõ tại các kỳ hạn dài (12-24M).
- Nhóm NH tư nhân: diễn biến phân hóa
 - Nhóm NH quy mô vừa ghi nhận mức tăng rõ hơn, đặc biệt >6M (+38-47 bps).
 - Nhóm NH quy mô nhỏ biến động trái chiều; một số NH nâng lãi suất (+61-109 bps), trong khi một số khác điều chỉnh giảm cục bộ tại một số kỳ hạn (-21-50 bps) do mặt bằng lãi suất đầu năm đã ở vùng cao.
- Tuy nhiên, lãi suất niêm yết chưa phản ánh đầy đủ chi phí huy động thực tế, do một số ngân hàng còn áp dụng cộng thêm lãi suất cho tiền gửi online, tiền gửi giá trị lớn hoặc các chương trình ưu đãi riêng.

Trong thời gian tới, VCBS kỳ vọng mặt bằng LSHĐ sẽ duy trì đi ngang quanh vùng hiện tại. Định hướng điều hành của NHNN kiên định trong việc ổn định mặt bằng lãi suất và hỗ trợ tăng trưởng: (i) NHNN kiểm tra sát sao diễn biến LSHĐ thực tế; (ii) Việc nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung – dài hạn từ 30% lên 40% cho phép các ngân hàng sử dụng linh hoạt hơn nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho vay trung – dài hạn, qua đó giảm bớt áp lực huy động vốn kì hạn ngắn.

Mặc dù vậy, áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất vẫn còn lớn khi chênh lệch tín dụng – huy động vẫn ở mức cao, trong khi nhu cầu vốn trung – dài hạn của nền kinh tế còn lớn, khiến các ngân hàng vẫn cần duy trì mức lãi suất đủ hấp dẫn để thu hút tiền gửi, đặc biệt tại các kỳ hạn dài nhằm đảm bảo nguồn vốn và kiểm soát rủi ro thanh khoản.

Rủi ro cần lưu ý: Rủi ro giá dầu bật tăng mạnh nếu xung đột địa chính trị có thể tạo áp lực lên lạm phát và tỷ giá, và phần nào thu hẹp không gian điều hành của NHNN.



Căng thẳng thanh khoản, NHNN hỗ trợ linh hoạt

- ❖ Bộ đệm thanh khoản tại một số ngân hàng đã trở nên mỏng hơn sau giai đoạn thanh khoản thắt chặt kéo dài từ nửa cuối năm trước; khiến dư địa hấp thụ các cú sốc ngắn hạn bị thu hẹp. Trong bối cảnh đó, áp lực thanh khoản có xu hướng xuất hiện cục bộ tại một số ngân hàng, buộc các đơn vị này phải gia tăng phụ thuộc vào nguồn vốn trên thị trường liên ngân hàng với chi phí cao hơn.
- ❖ Theo đó, đối với các kỳ hạn ngắn, LSLNH tiếp tục duy trì trạng thái biến động mạnh và nhạy cảm hơn trước các thời điểm căng thẳng thanh khoản cục bộ; trong khi mặt bằng lãi suất các kỳ hạn trung – dài hạn chủ yếu neo ở vùng tương đối cao, khoảng 7–8%.
- ❖ Kết quý II, nhu cầu chốt quý/chốt bán niên khiến mặt bằng lãi suất tăng trên diện rộng:

ON

7,25%

1W

8,35%

1M

7,78%

3M

7,93%

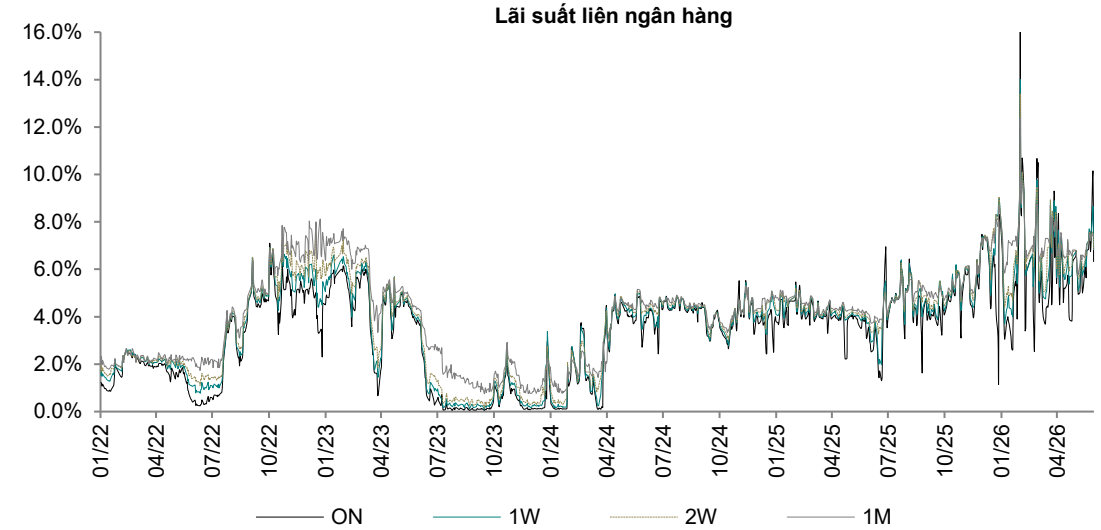
6M

7,93%

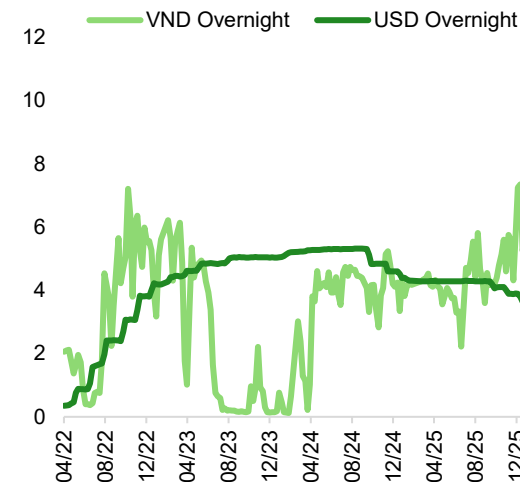
- ❖ Trong giai đoạn này, NHNN tiếp tục điều tiết linh hoạt nhằm hỗ trợ thanh khoản hệ thống, chủ yếu thông qua: (1) duy trì cung ứng vốn trên kênh OMO với kỳ hạn đa dạng và lãi suất ổn định ở mức 4,5%/năm; (2) 4 lần kích hoạt nghiệp vụ hoán đổi USD/VND để bổ sung nguồn VND ngắn hạn trong các thời điểm LSLNH tăng đột biến.

Thanh khoản trong hệ thống ngân hàng tiếp tục chịu sức ép trong H2.2026

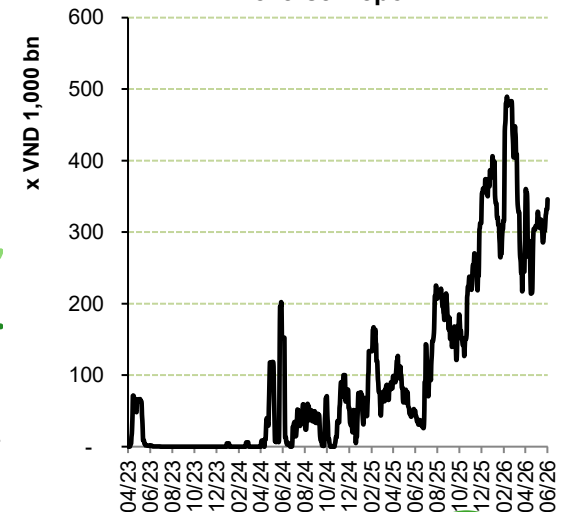
- ❖ Lãi suất liên ngân hàng có thể vẫn sẽ duy trì quanh ngưỡng cao 6-7% trong nửa cuối năm.
- ❖ Áp lực thanh khoản trong hệ thống ngân hàng tiếp tục bị tạo sức ép: (i) Chênh lệch tín dụng huy động ở mức rất cao (~1,95 triệu tỷ đồng), đặc biệt trong bối cảnh nhu cầu tín dụng cho các dự án lớn đang hiện hữu; (ii) Áp lực đáo hạn TPDN trong nửa cuối năm 2026 khoảng 67,510 nghìn tỷ đồng, kéo theo nhu cầu thu xếp nguồn vốn.



Lãi suất liên ngân hàng qua đêm



Reverse Repo



MỤC LỤC



01

KINH TẾ VĨ MÔ

02

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

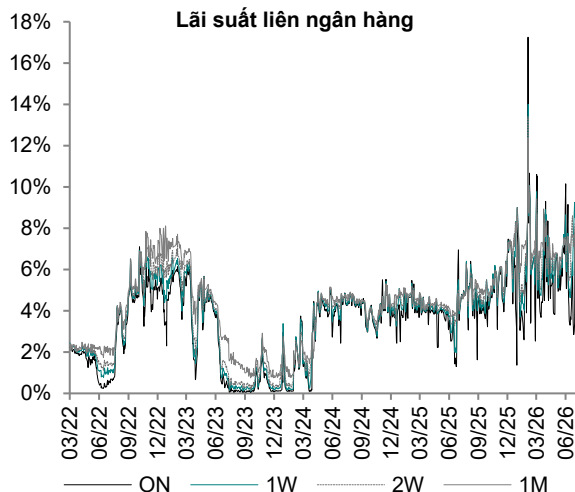
Lãi suất trúng thầu bật tăng mạnh, thanh khoản sụt giảm tại 1H.2026

- 182,561 tỷ VND (-9.35% YoY) trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp. **Kỳ hạn trúng thầu trung bình tiếp tục xu hướng giảm.**
- 1,618,097 tỷ VND (+15% YoY) giao dịch trên thị trường thứ cấp, tương ứng thanh khoản trung bình ~7,347 tỷ đồng.
- Lợi suất nhích tăng trong 1H/2026**, trong đó kỳ hạn thanh khoản 10-15Y tăng khoảng 13 - 26 điểm cơ bản.

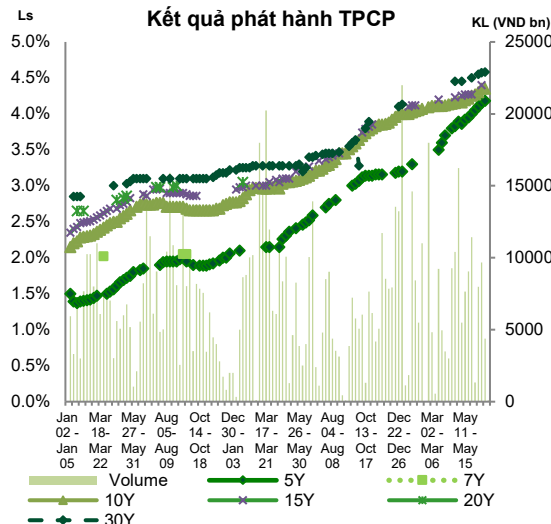
Xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu chủ yếu do:

- Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng lớn trong giai đoạn 2026 – 2030, nhu cầu phát hành TPCP có thể lớn hơn nhằm bù đắp thâm hụt.
- Chênh lệch giữa huy động – tín dụng ở ngưỡng lớn dẫn tới thanh khoản thu hẹp trên thị trường LNH.
- LSLNH duy trì ở ngưỡng cao trong thời gian dài, các TCTD có xu hướng hạn chế cho vay trên thị trường LNH nhằm đảm bảo thanh khoản cho chính họ.
- Trong bối cảnh lạm phát duy trì ở ngưỡng cao, kỳ vọng lạm phát gia tăng kéo theo nhà đầu tư kỳ vọng mức lợi suất cao hơn nhằm bù đắp phần chênh lệch.

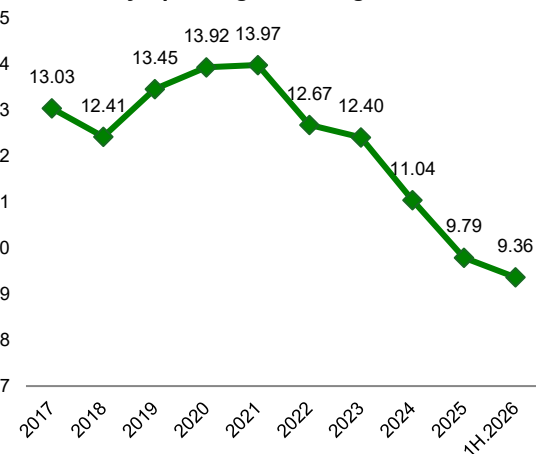
Lãi suất liên ngân hàng



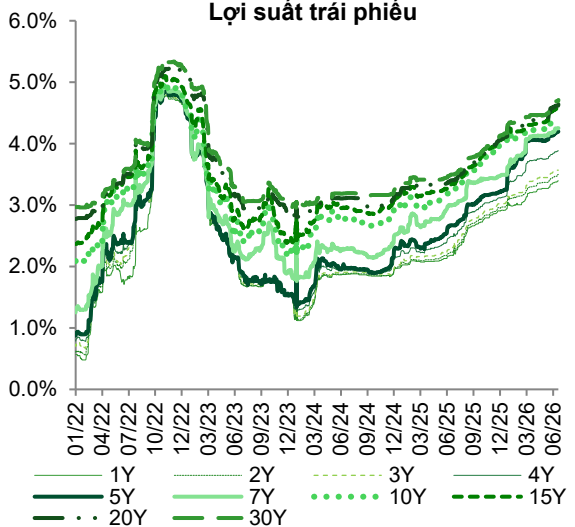
Kết quả phát hành TPCP



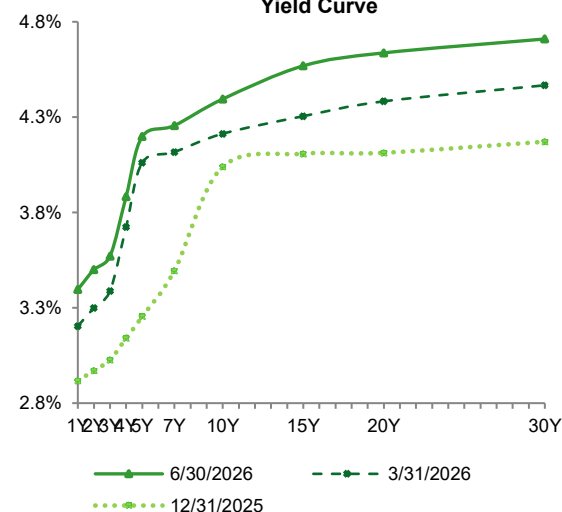
Kỳ hạn trúng thầu trung bình



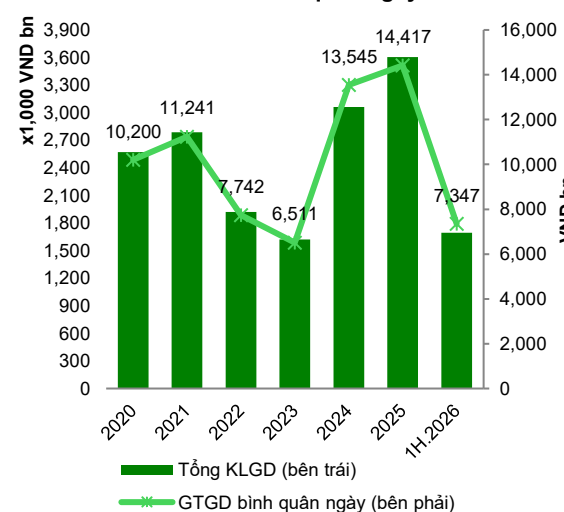
Lợi suất trái phiếu



Yield Curve

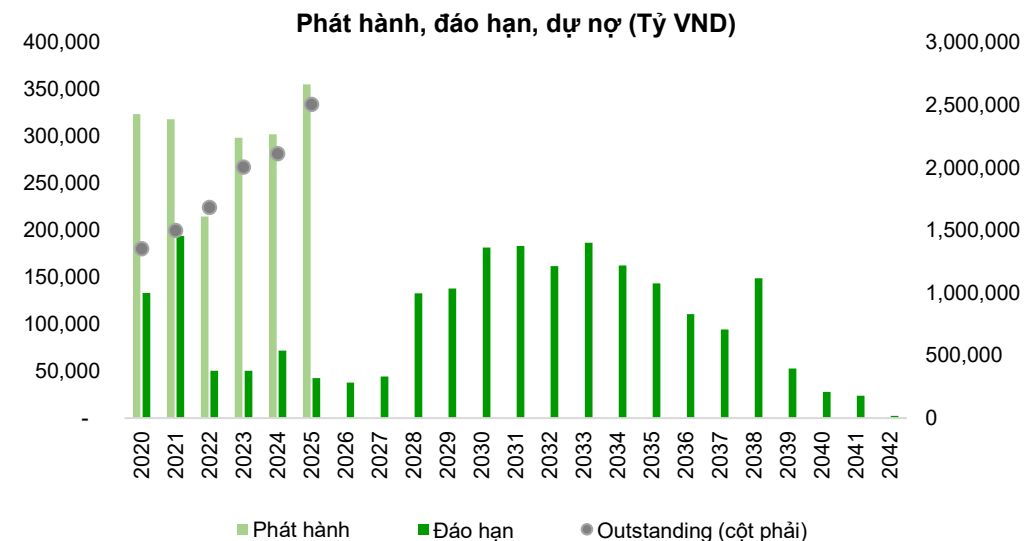
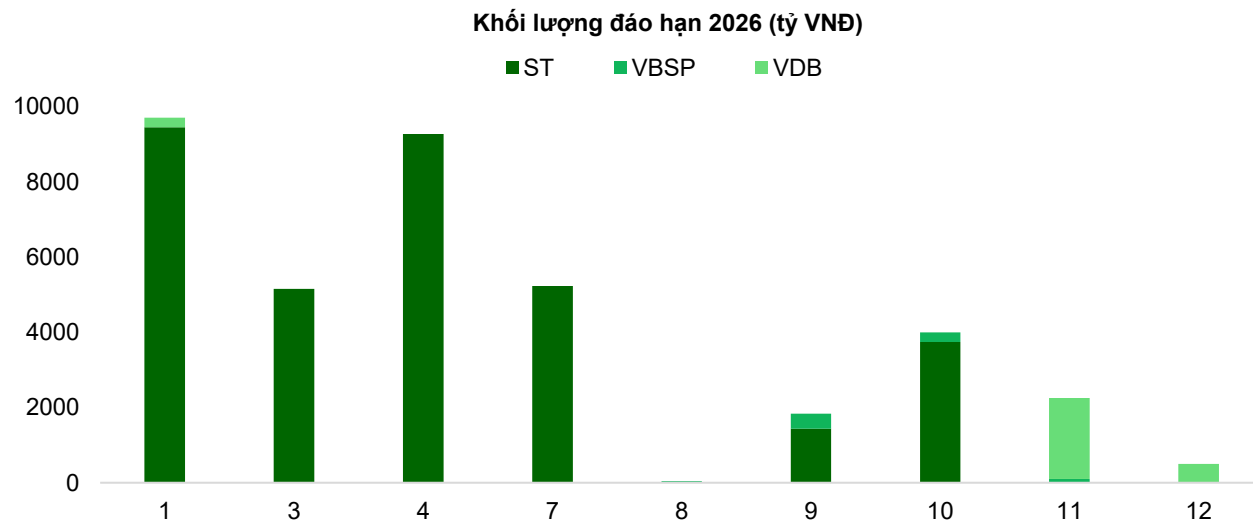
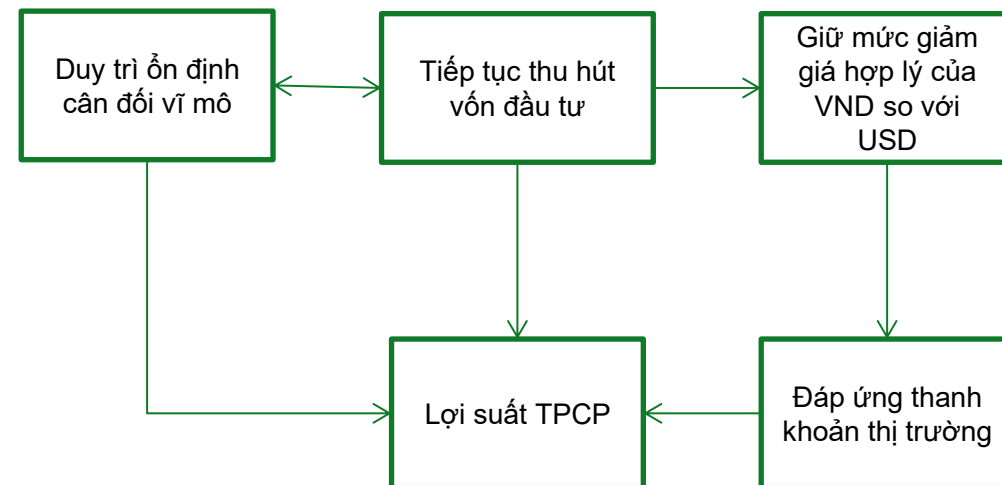


GTGD bình quân ngày



Lợi suất trái phiếu chính phủ được dự báo duy trì đà tăng trong 2H.2026

- Xu hướng tăng lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới khiến cho chi phí vốn của nhà đầu tăng cao hơn trong tương lai.
- Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng cao, hướng tới mức 11,9% trong 2H.2026, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế đặc biệt là vốn trung và dài hạn cho đầu tư công, hạ tầng và sản xuất tiếp tục được dự báo duy trì ở ngưỡng cao.
- Tính đến cuối tháng 6, KBNN mới chỉ hoàn thành chỉ đạt 36,5% kế hoạch cho cả năm cả năm 2026. Theo đó, áp lực phát hành TPCP trong 2H.2026 sẽ tiếp tục ở ngưỡng lớn, kéo theo suất TPCP cao hơn nhằm thu hút dòng tiền tích cực hơn trong thời gian tới.
- Thanh khoản thị trường liên ngân hàng tiếp tục được dự báo duy trì ở trạng thái thu hẹp, qua đó lãi suất tại thị trường liên ngân hàng được kỳ vọng neo ở ngưỡng cao.



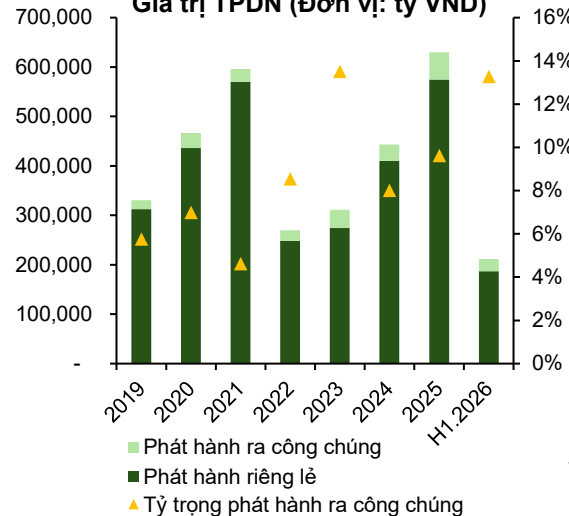
Quy mô phát hành thu hẹp, chi phí vốn tăng

- Tổng giá trị TPDN phát hành trong H1.2026 đạt 186.915 tỷ đồng (-30,4% svck), dẫn dắt bởi đến từ nhóm ngân hàng và bất động sản.
- Phát hành riêng lẻ tiếp tục chiếm ưu thế với khoảng 86,7% tổng giá trị; trong khi phát hành ra công chúng đạt 24.832 tỷ đồng (13,29% svck).
- Mặt bằng lãi suất bình quân tăng rõ rệt trong bối cảnh lãi suất huy động tăng từ đầu năm lên 9.86%/năm (+119 bps so với H2.2025 và +286 bps svck), làm tăng lãi suất tham chiếu của trái phiếu thả nổi, đồng thời buộc các lô trái phiếu lãi suất cố định phát hành mới phải nâng coupon để duy trì sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư.
- Kỳ hạn phát hành có xu hướng rút ngắn lại và tập trung ở 3–5 năm, cho thấy nhà đầu tư vẫn thận trọng với các khoản nắm giữ dài hạn, trong khi doanh nghiệp hạn chế khóa chi phí vốn quá lâu.

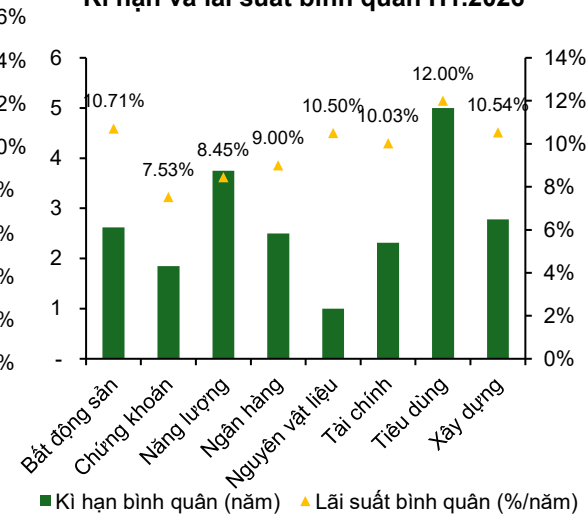
Chất lượng thanh toán cải thiện, hoạt động mua lại tiếp tục sôi động

- Tình hình chậm trả phát sinh mới cải thiện rõ rệt, với giá trị chậm trả giảm mạnh 55,8% svck.
- Hoạt động mua lại trước hạn tiếp tục diễn ra sôi động, tăng 14,4% so với cùng kỳ và tập trung chủ yếu ở nhóm ngân hàng, phản ánh nhu cầu chủ động cơ cấu nguồn vốn, giảm áp lực đáo hạn, tối ưu chi phí trong môi trường lãi suất cao và nâng hiệu quả sử dụng vốn cấp 2, qua đó hỗ trợ quản trị an toàn vốn.

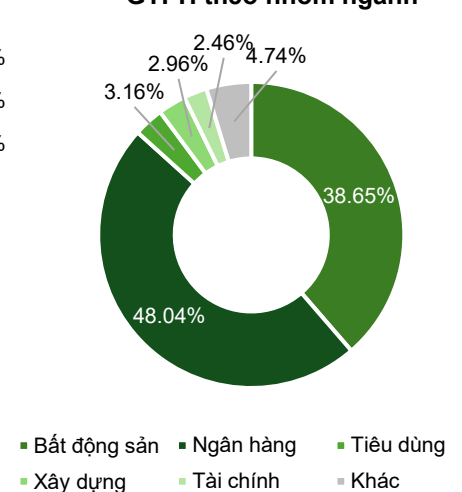
Giá trị TPDN (Đơn vị: tỷ VND)



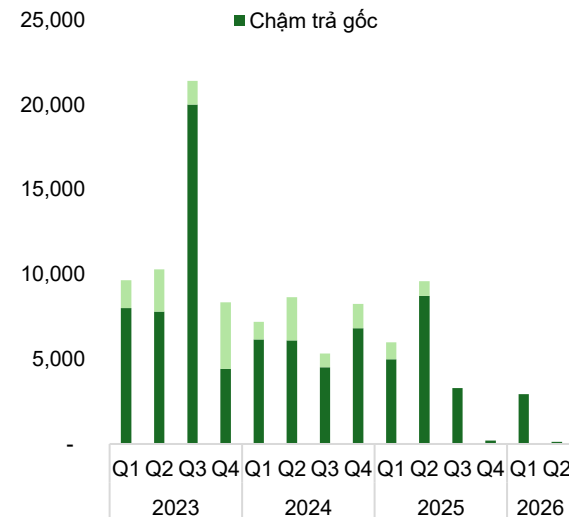
Kỳ hạn và lãi suất bình quân H1.2026



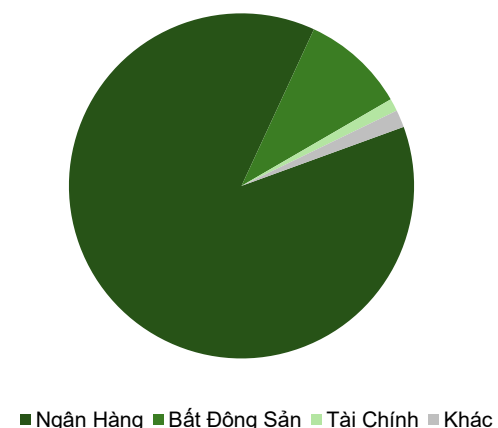
GTPH theo nhóm ngành



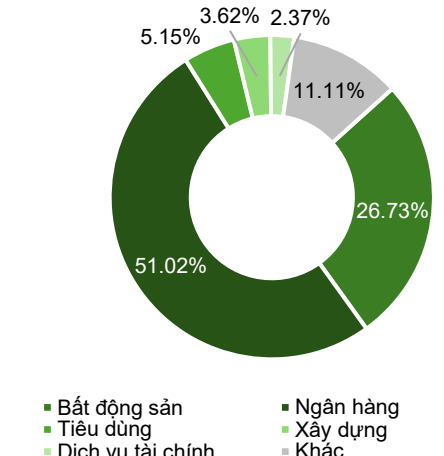
Tình hình chậm trả gốc lãi trái phiếu



Cơ cấu TP mua lại trước hạn theo ngành

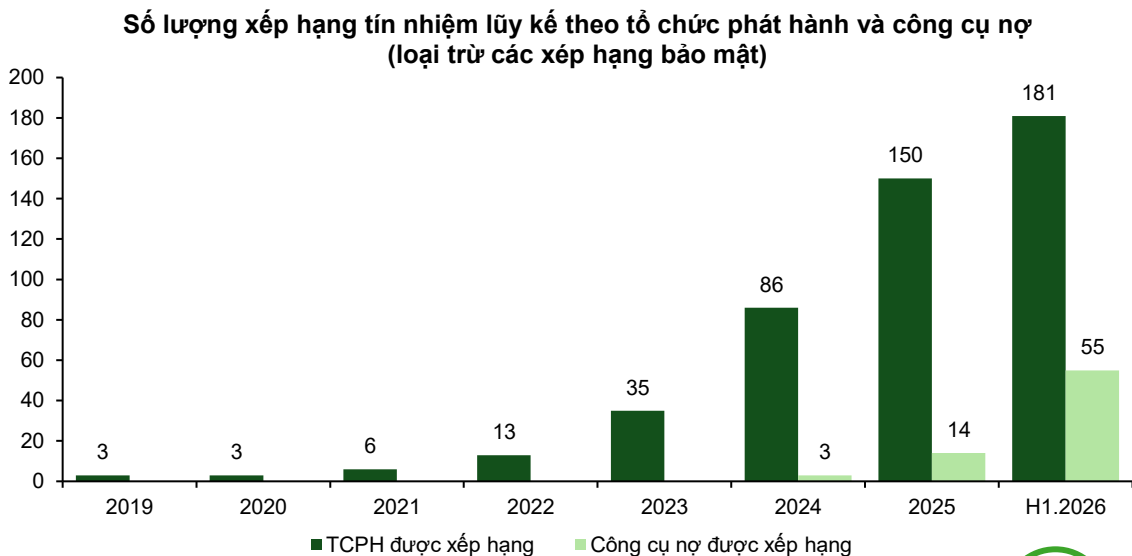
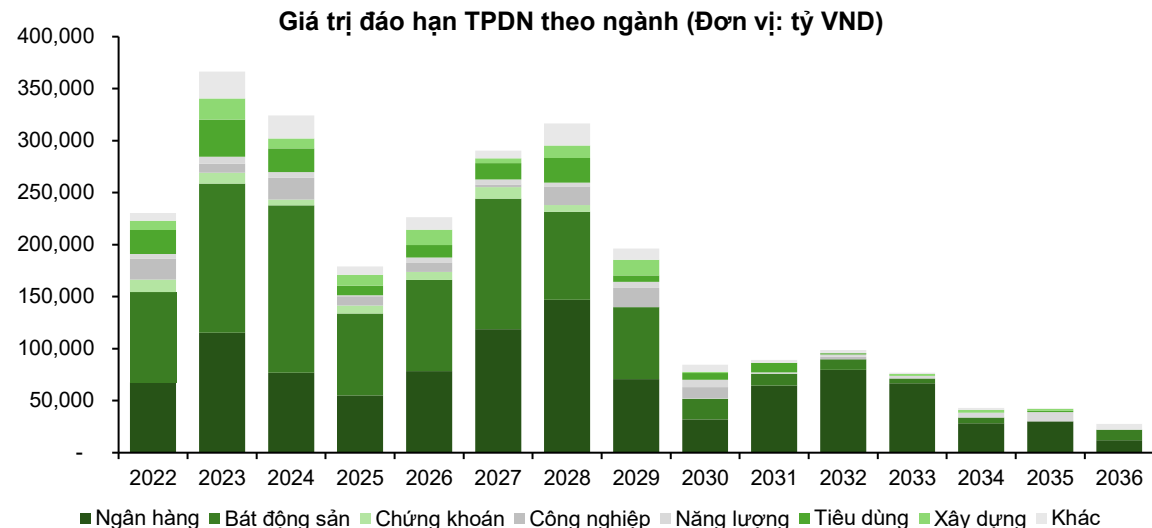
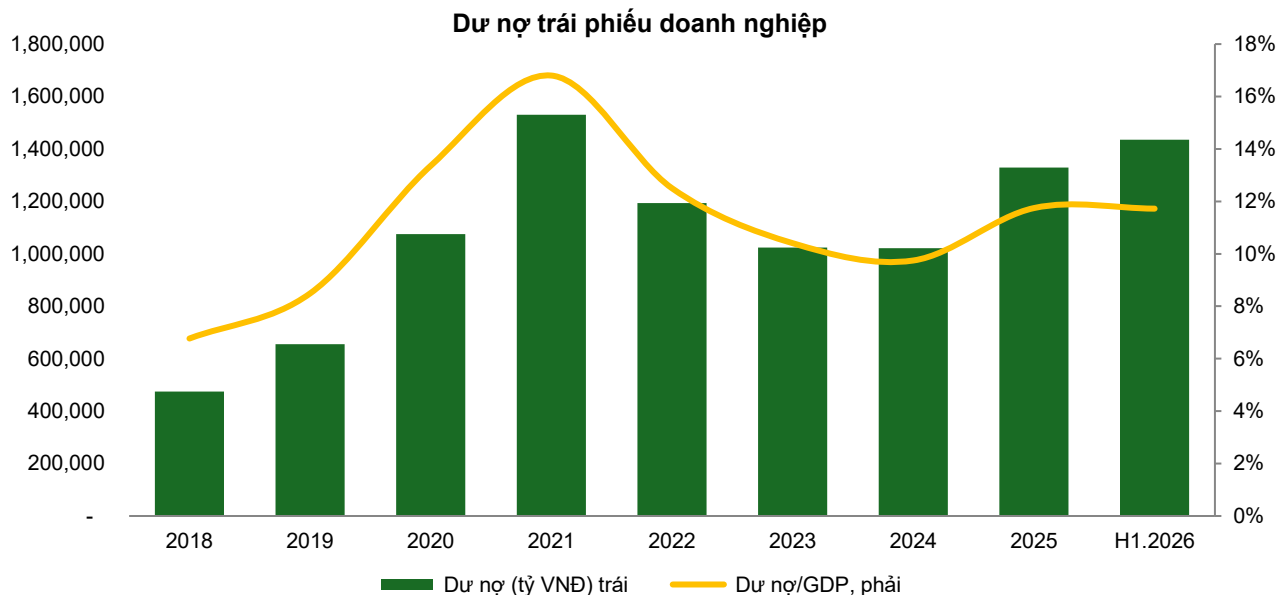


Giá trị TPDN còn lưu hành tính đến ngày 30/06/2026



Triển vọng thị trường Trái phiếu doanh nghiệp

- ❖ Dù có sự khởi đầu khá thận trọng trong quý đầu năm, hoạt động phát hành TPDN đang tăng tốc trở lại từ quý II/2026. Tổng quy mô thị trường hiện ở trên 1,4 triệu tỷ đồng (tương đương khoảng 11% GDP).
- ❖ **Về phía cung:** Chúng tôi dự báo khối lượng phát hành TPDN sẽ tiếp tục xu hướng tăng, nhờ: (i) Nhóm Ngân hàng tiếp tục dẫn dắt khối lượng phát hành. Động lực cốt lõi đến từ nhu cầu bổ sung nguồn vốn trung - dài hạn. (ii) Nhóm Bất động sản: Hoạt động phát hành ghi nhận sự phân hóa. Dòng tiền mới chỉ tìm đến với những chủ đầu tư sở hữu quỹ đất sạch, pháp lý hoàn thiện và có sản phẩm đáp ứng nhu cầu thực. (iii) Ngoài ra, thời gian tới sẽ chứng kiến khối lượng phát hành nhiều hơn đến từ nhóm ngành hạ tầng, tiện ích công cộng và logistics nhờ lực đẩy từ làn sóng đầu tư công
- ❖ **Về phía cầu:** Số lượng xếp hạng tín nhiệm theo tổ chức phát hành và các công cụ nợ đang ngày càng gia tăng; điều này góp phần củng cố niềm tin và phát triển bền vững của thị trường. Theo đó, nhà đầu tư sẽ có thêm cơ sở để nhận định và so sánh tiềm năng và rủi ro.



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