

Báo cáo vĩ mô

Báo cáo cập nhật T9 2026: Giá dầu tăng mạnh đẩy lạm phát trong nước và thế giới tăng trở lại

Kinh tế vĩ mô thế giới – Giá dầu tăng mạnh lần thứ hai trong năm đẩy lạm phát tăng tốc, Fed và ECB quay lại tăng lãi suất

Giá dầu Brent giao ngay bình quân T9 đạt 114.1 USD/thùng (+25.3% MoM), có phiên chạm 130.8 USD/thùng khi xung đột tại Trung Đông leo thang trở lại và Trung Quốc đưa ra thông báo hạn chế xuất khẩu xăng dầu trong tháng 10. Lạm phát khu vực EU lên 3.8% YoY – cao nhất 3 năm – với nhóm năng lượng tăng 18.8% YoY.

Fed tăng lãi suất 25 đcb lên 3.75%-4% ngày 16/09, lần tăng đầu tiên kể từ T7/2023, với biểu đồ dự báo của FOMC hàm ý thêm một lần tăng 25 bps nữa trong năm 2026.. Các NHTW khác bao gồm ECB và BOJ lần lượt nâng lãi suất tiền gửi thêm 25 bps trong tháng 9.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam – GDP Q3 tăng 9.95% YoY, cao nhất kể từ 2022, trong khi giá xăng dầu tăng mạnh trở lại đưa chỉ số CPI T9 đạt 5.1% YoY

GDP Q3 tăng 9.95% YoY, dẫn dắt bởi tích lũy tài sản (+21.4% YoY) trong khi tiêu dùng chưa có dấu hiệu cải thiện (+9% YoY). Chỉ số CPI T9 tăng trở lại với mức tăng chủ yếu đến từ nhóm Giao thông (0.4 đpt) khi giá nhiên liệu tăng mạnh, cao hơn 22.8% YoY đối với xăng E10 và hơn 56% YoY đối với dầu diesel DO-0,05S qua bốn kỳ điều chỉnh trong tháng 9. Cán cân thương mại lần đầu tiên thặng dư trong tháng 9 với 1.3 tỷ USD, rút ngắn mức thâm hụt 9T 2026 xuống còn 19.4 tỷ USD.

Thị trường tiền tệ – Lãi suất LNH về mức thấp nhất năm dù NHNN hút ròng 86.8 nghìn tỷ VND; tỷ giá đi ngang khi DXY tăng 2% MoM

Tỷ giá bán của NHNN gần như đi ngang ở 26,858 VND/USD (+0.1% MoM) dù Fed tăng lãi suất và DXY tăng 2% MoM; bình quân 9T, tỷ giá tăng 1.3% YoY, sát cận dưới dự báo 1.5%-2% YoY của chúng tôi.

Lãi suất qua đêm bình quân T9 giảm về 3.4%/năm từ 4.3% của T8, thấp nhất 9 tháng. NHNN không phát hành tín phiếu; khoản hút ròng đến từ việc các ngân hàng không tái vay 259.1 nghìn tỷ VND cầm cố đáo hạn khi thanh khoản dư thừa.

Chỉ số vĩ mô quốc tế	T9/26	% MoM	%YTD
Lạm phát (%):			
Mỹ (CPI)	-	-	-
Khu vực EU	3.8%	+0.6%	+1.9%
Trung Quốc	-	-	-
PMI (điểm):			
Mỹ (S&P)	55.9	+2.0	+4.1
Khu vực EU	52.9	+0.2	+4.1
Trung Quốc	52.1	+0.6	+1.6
Chỉ số vĩ mô VN			
CPI	5.1%	0.6%	5.1%
PMI sản xuất (điểm)	51.9	-1.4	1.5
IIP (%)	16.7%	3.3%	16.7%
Xuất khẩu (tỷ USD)	59.5	8.5%	39.1%
Nhập khẩu (tỷ USD)	58.2	6%	45.8%
Bán lẻ (nghìn tỷ VND)	691	1.7%	14.1%
ĐTC (nghìn tỷ VND-YTD)	657.5	27.8%	49.3%
FDI giải ngân (tỷ USD)	3.8	86.3%	12.4%
Thị trường tiền tệ			
USD/VND (NHNN bán ra)	26,858	0.1%	2%

Chú thích:

- Tệ hơn so với kỳ trước
- Tốt hơn so với kỳ trước

Nguyễn Văn Quang

quangnv@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6440

Kinh tế vĩ mô thế giới

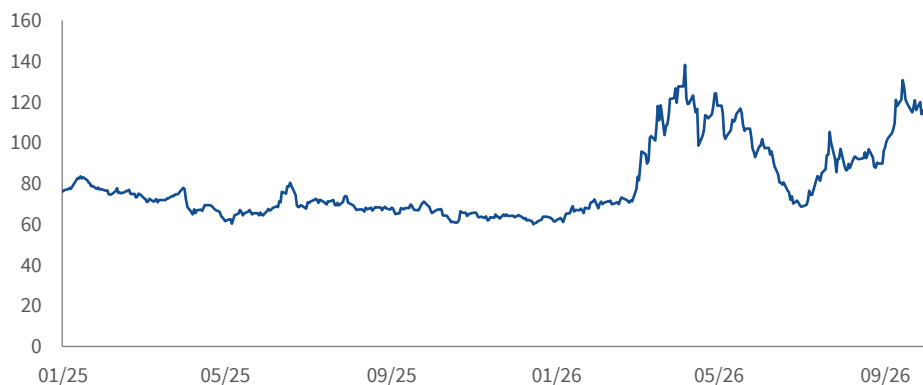
Đàm phán giữa Mỹ-Iran ngày càng thu hẹp, giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao đến hết năm 2026.

Giá dầu Brent giao ngay bình quân T9 2026 đạt 114.1 USD/thùng, tăng 25.3% MoM so với mức 91.1 USD/thùng của T8 và là mức bình quân tháng cao thứ hai trong năm, chỉ sau T4 (117.3 USD/thùng). Đây là đợt tăng giá thứ hai trong năm 2026 sau đợt T3-T4, xuất phát từ xung đột tại Trung Đông sau khi các cuộc tấn công của Iran vào đường ống dẫn dầu phía Đông-Tây của Saudi Arabia vào ngày 10/09 (tuyến xuất khẩu dầu thay thế, vận chuyển hơn 5 triệu thùng dầu/ngày ra Biển Đỏ). Ngoài ra, việc Trung Quốc phát đi thông báo gần đây về việc ngừng xuất khẩu dầu mỏ trong tháng 10 càng làm thắt chặt nguồn cung vốn đã eo hẹp.

Đàm phán Mỹ – Iran về việc mở lại eo Hormuz bên lề Đại hội đồng Liên Hợp Quốc cuối T9 không đạt đột phá, và phía Iran đánh giá khó có thỏa thuận trước bầu cử giữa kỳ tại Mỹ (03/11). Vì vậy, TVS Research cho rằng giá dầu sẽ duy trì ở mức cao đến hết năm 2026 và chỉ giảm dần từ 2027 khi các tuyến vận chuyển thay thế đưa sản lượng vùng Vịnh về mức trước xung đột hoặc cho đến khi Mỹ và Iran đạt được thỏa thuận chính thức về eo biển Hormuz. Cơ quan năng lượng của Mỹ – EIA dự báo Brent bình quân 105 USD/thùng trong Q4 2026 và hạ nhiệt về mức 90 USD/thùng trong Q1 2027. Giá dầu tại thời điểm cuối T9 (114 USD/thùng) cao hơn 22.5% so với bình quân 9T: nếu mức giá này giữ nguyên trong Q4, giá Brent bình quân cả năm 2026 sẽ rơi vào khoảng 98 USD/thùng (+42% YoY).

Biểu đồ 1: Giá dầu Brent bình quân T9 đạt 114.1 USD/thùng, có thời điểm chạm mốc 130.8 USD/thùng

Giá dầu Brent giao ngay từ T1 2025 – Nay [USD/thùng]



Nguồn: EIA, TVS Research

Giá dầu tăng mạnh lần thứ hai trong năm đẩy lạm phát tại Mỹ và châu Âu tăng tốc, trong khi lạm phát tại Trung Quốc vẫn ở mức thấp.

Tại Mỹ, CPI T8 tăng 3.4% YoY - đi ngang so với T7, CPI lõi giảm từ 2.5% xuống 2.4% YoY. Tuy nhiên, CPI tăng 0.4% MoM từ mức 0.1% MoM trong T7, trong đó riêng giá xăng tăng lên đã đóng góp hơn một phần ba với nhóm năng lượng và dịch vụ năng lượng tăng lần lượt 2.1% MoM và 10.1% MoM. Do giá dầu bình quân T9 cao hơn T8 (25.3% MoM), chúng tôi cho rằng CPI T9 của Mỹ (công bố giữa T10) sẽ tăng tốc trở lại. Thị trường cũng đã phản ứng trước với kỳ vọng lạm phát 1 năm trong

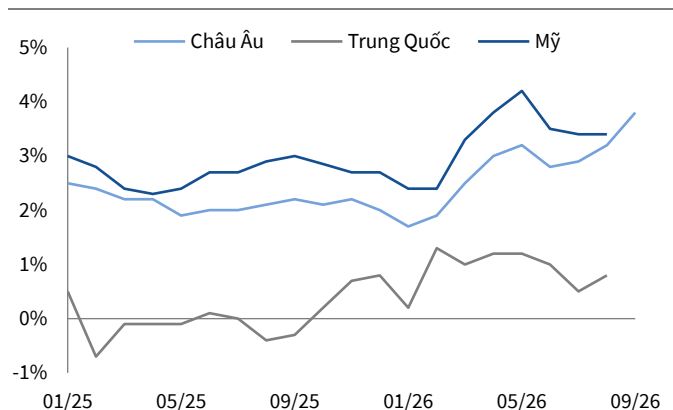
khảo sát của ĐH Michigan tăng từ mức 4% lên 4.6%, chỉ số tâm lý tiêu dùng giảm về 48.1 điểm từ 51.7 điểm – thấp nhất trong vòng 4 tháng.

Tại khu vực đồng Euro, lạm phát T9 theo ước tính của Eurostat tăng lên mức 3.8% YoY từ 3.2% của T8 – cao nhất 3 năm và vượt dự báo 3.6% của thị trường. Năng lượng tăng 18.8% YoY và với tỷ trọng khoảng 9.5% trong rổ giá, nhóm này đóng góp gần một nửa mức lạm phát chung. Các cấu phần còn lại tăng chậm bao gồm: dịch vụ 3.2% YoY, lương thực – đồ uống – thuốc lá 1.4% YoY, hàng công nghiệp phi năng lượng giảm về 1.1% YoY. Chúng tôi cho rằng Châu Âu chịu tác động nặng hơn Mỹ do phụ thuộc vào năng lượng nhập khẩu, chỉ số niềm tin tiêu dùng qua đó giảm về -16.5 điểm, chấm dứt chuỗi 4 tháng cải thiện.

Tại Trung Quốc, CPI T8 tăng 0.8% YoY và 0.4% MoM, lạm phát lõi lên 1% YoY – vẫn thấp nhất trong ba nền kinh tế lớn. Giá thực phẩm giảm 1.4% YoY đã hỗ trợ phần lớn tác động của giá nhiên liệu; CPI bình quân 8T chỉ tăng 0.9% YoY.

Biểu đồ 2: Lạm phát khu vực đồng Euro tăng lên 3.8% YoY trong T9 khi giá năng lượng tăng 18.8% YoY

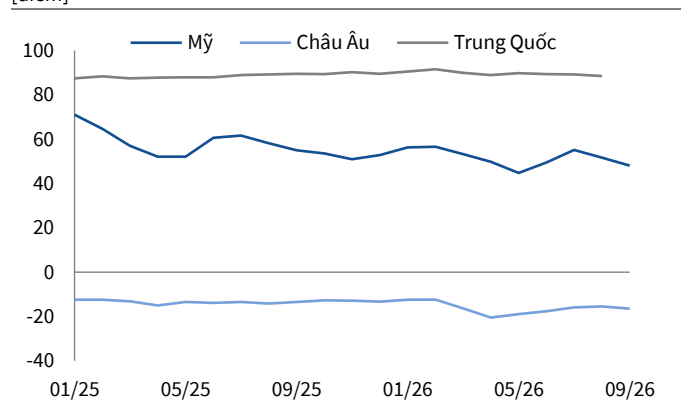
CPI của Mỹ, Trung Quốc và khu vực đồng Euro từ T1 2025 – Nay [% YoY]



Nguồn: BLS, Eurostat, NBS, LSEG, TVS Research

Biểu đồ 3: Niềm tin tiêu dùng tại Mỹ và châu Âu cùng giảm trong T9 khi giá năng lượng tăng

Chỉ số tâm lý tiêu dùng tại Mỹ, châu Âu và Trung Quốc từ T1 2025 – Nay [điểm]



Nguồn: ĐH Michigan, Ủy ban châu Âu, LSEG, TVS Research

Fed và ECB đồng loạt tăng lãi suất trong T9, phát đi tín hiệu thắt chặt trong khi PBOC đứng ngoài xu hướng.

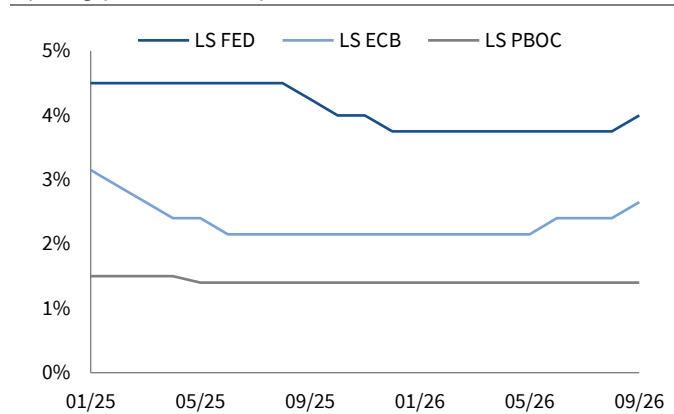
Fed tăng lãi suất 25 đcb lên 3.75%-4% tại cuộc họp ngày 16/09 với 12/12 phiếu thuận – lần tăng đầu tiên kể từ T7/2023. Chúng tôi cho rằng nếu lạm phát tiếp tục tăng và giữ ở mức cao như hiện nay, việc Fed thực hiện tăng lãi suất tại kỳ họp tháng 12 là hoàn toàn có thể diễn ra. Biểu đồ dự báo của FOMC nâng lãi suất trung vị cuối 2026 lên 4.1% từ 3.8% (dự báo T6) và cuối 2027 lên 4.1% từ 3.6%, tức hàm ý thêm một lần tăng trong năm nay và không cắt giảm trong năm 2027. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm trước đó cũng vượt 5% ngày 15/09, cao nhất kể từ năm 2007.

Các ngân hàng trung ương khác bao gồm BoJ và ECB cũng thực hiện nâng lãi suất điều hành thêm 25 đcb, lần lượt vào 18/09 và 10/09 với lo ngại về lạm phát tăng cao trong bối cảnh giá dầu chưa có dấu hiệu hạ nhiệt trong năm 2026. Riêng chỉ có Trung Quốc - PBOC giữ lãi suất cho vay cơ bản LPR kỳ hạn 1 năm ở 3% và trên 5 năm ở 3.5% – tháng thứ 16 liên tiếp không đổi. Với CPI chỉ 0.8% với giá thực phẩm còn

trên đà giảm và chỉ số PMI sản xuất T9 tăng lên 52.1 điểm, cao nhất 5 tháng. Chúng tôi cho rằng chính sách tiền tệ trên toàn cầu sẽ tiếp tục được thắt chặt cho đến hết năm 2026, ít nhất là đến khi giá dầu và lạm phát có dấu hiệu hạ nhiệt đáng kể. Môi trường lãi suất cao sẽ làm chậm tiêu dùng tại các nền kinh tế lớn và tác động đến Việt Nam thông qua tỷ giá – DXY tăng 2% MoM trong T9, chênh lệch lãi suất qua đêm VND-USD thu hẹp.

Biểu đồ 4: Fed tăng lãi suất lần đầu kể từ 2023, ECB tăng lần thứ hai trong năm

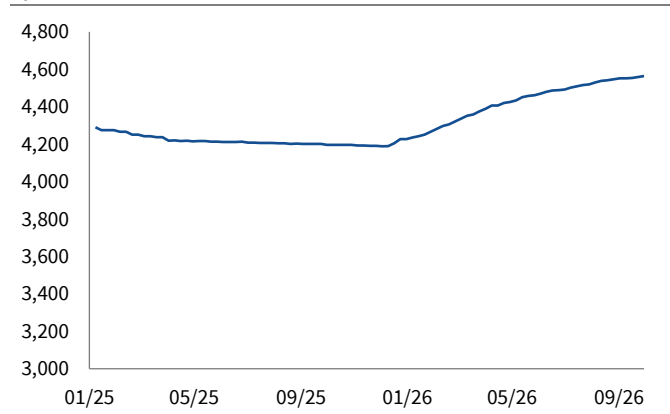
Lãi suất điều hành của Fed (cận trên), ECB (tái cấp vốn) và PBOC (reverse repo 7 ngày) từ T1 2025 – Nay [%]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Biểu đồ 5: Fed vẫn tăng nắm giữ trái phiếu Chính phủ qua SOMA dù đã tăng lãi suất

Trái phiếu Chính phủ Mỹ trong danh mục SOMA của Fed từ T1 2025 – Nay [tỷ USD]



Nguồn: FRED, TVS Research

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

GDP Q3 tăng 9.95% YoY – cao nhất kể từ 2022 với đóng góp phần lớn từ hoạt động sản xuất công nghiệp và xây dựng.

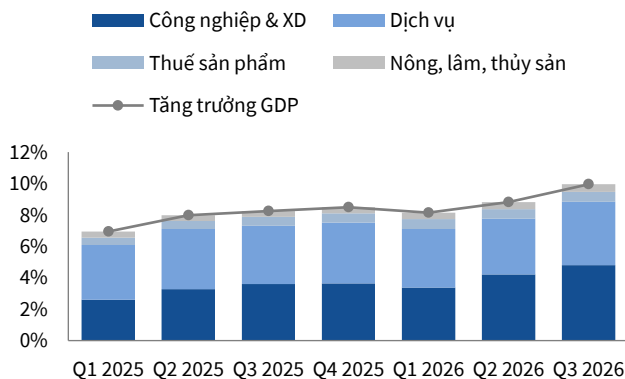
GDP Q3 2026 tăng 9.95% YoY, giúp tăng trưởng GDP 9T đạt 9.0% YoY. Nhóm ngành Công nghiệp & xây dựng tăng 12.5% YoY và đóng góp 4.8 đpt – gần một nửa mức tăng chung; dịch vụ tăng 9.5% YoY (đóng góp 4 đpt); thuế sản phẩm đóng góp 0.6 đpt và nông, lâm nghiệp & thủy sản 0.5 đpt. So với Q3 2025, GDP Q3 2026 cao hơn 1.7 đpt với mức đóng góp của nhóm ngành công nghiệp & xây dựng tăng 1.2 đpt từ 3.6 đpt lên 4.8 đpt trong khi dịch vụ chỉ đóng góp thêm 0.3 đpt.

Phía cầu cho thấy rõ động lực đến từ hoạt động đầu tư khi tích lũy tài sản tăng 21.4% YoY trong Q3 và 17.9% YoY trong 9T, gần gấp đôi tốc độ tăng của tiêu dùng cuối cùng (Q3: +9% YoY, 9T: +8.5% YoY). Các hoạt động đầu tư được đẩy mạnh với vốn đầu tư công 9T tăng 49.3% YoY, vốn đầu tư toàn xã hội tăng 15.1% YoY (cùng kỳ 2025: +11.6% YoY), và FDI giải ngân tăng 12.1% YoY. Ngược lại, nhập khẩu hàng hóa & dịch vụ tăng 28.8% YoY trong Q3, nhanh hơn xuất khẩu (+23.3% YoY), kéo theo xuất khẩu ròng đóng góp âm vào tăng trưởng.

Bước sang Q4 2026, chúng tôi cho rằng các yếu tố trong nội tại nền kinh tế vẫn tiếp tục là nền tảng hỗ trợ tăng trưởng của nền kinh tế. Thứ nhất, hoạt động giải ngân đầu tư công dự kiến diễn ra mạnh mẽ nhờ các dự án đã xong giai đoạn GPMB trong nửa đầu năm và đang tăng tốc hoàn thành. Thứ hai, hoạt động sản xuất công nghiệp, đặc biệt là ngành chế biến, chế tạo, sẽ được hỗ trợ bởi các đơn hàng xuất khẩu linh kiện điện tử từ khu vực FDI, dự kiến tăng mạnh sau giai đoạn tích trữ trong 7T đầu năm. Tuy nhiên, rủi ro phần lớn sẽ đến từ áp lực từ lạm phát do ảnh hưởng từ giá dầu neo giữ ở mức cao. CPI tăng mạnh do chi phí đẩy sẽ làm giảm thu nhập thực và sức mua của người dân, làm tăng chi phí vận tải, logistics và sản xuất, đồng thời thu hẹp dư địa hỗ trợ thanh khoản/lãi suất vốn đã hạn chế của NHNN.

Biểu đồ 6: GDP Q3 2026 tăng 9.95% YoY, công nghiệp & xây dựng đóng góp gần một nửa

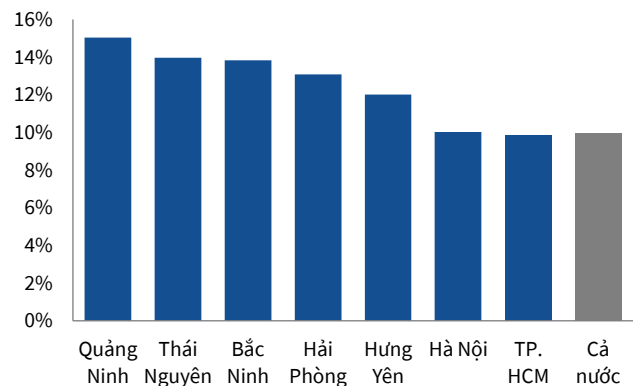
Tăng trưởng GDP theo quý và đóng góp của các khu vực từ Q1 2025 – Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 7: Năm địa phương tăng trưởng cao nhất Q3 2026 đều là trung tâm công nghiệp phía Bắc

Tăng trưởng GRDP Q3 2026 của 5 địa phương cao nhất, Hà Nội, TP. Hồ Chí Minh và cả nước [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

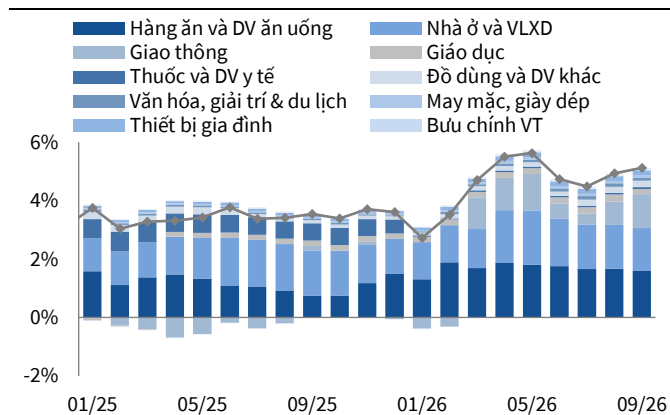
CPI T9 tăng 5.1% YoY khi giá xăng dầu tăng theo giá dầu thế giới, đưa CPI bình quân 9T lên 4.5% YoY.

Chỉ số CPI T9 tăng 5.1% YoY, mức cao nhất kể từ T6 2026 khi Mỹ và Iran ký hiệp ước hòa bình tạm thời. Mức tăng 5.1% YoY của CPI T9 đến từ đóng góp của ba nhóm chính bao gồm (1) hàng ăn & dịch vụ ăn uống (1.6 đpt), (2) nhà ở & VLXD (1.5 đpt) và (3) giao thông (1.2 đpt). Giá xăng dầu tăng cao hơn nhiều so với cùng kỳ: sau kỳ điều hành ngày 24/09, giá xăng E10 RON 95-III ở mức 27,080 VND/lít (+34.3% YoY) và dầu DO 0,05S-II ở mức 30,490 VND/lít (+63.5% YoY). So với tháng 8, mức tăng của CPI trong tháng này phần lớn đến từ nhóm giao thông (+0.36 đpt) với mức đóng góp tăng từ 0.37 đpt (T7) lên 0.8 đpt (T8) và 1.16 đpt (T9).

Chúng tôi cho rằng chỉ số CPI trong các tháng tới sẽ ở mức trên 5% YoY với giả định giá nhiên liệu duy trì ở quanh mốc 100 USD/thùng khi cuộc chiến tranh tại Trung Đông chưa có dấu hiệu hạ nhiệt cũng như Trung Quốc đang duy trì chính sách bảo hộ xăng dầu nhằm đảm bảo an ninh năng lượng. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên dự báo CPI bình quân 4.5%-4.7% YoY cho cả năm 2026 với rủi ro nghiêng về phía tăng.

Biểu đồ 8: CPI T9 tăng 5.1% YoY, mức cao nhất kể từ đầu năm 2026

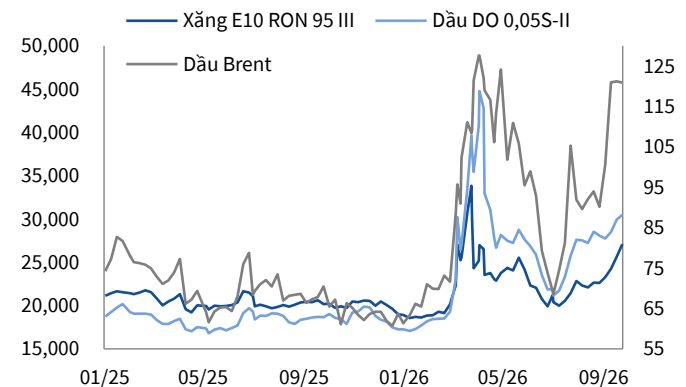
CPI tổng thể và đóng góp của các nhóm từ T1 2025 – Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 9: Giá xăng RON 95-III tăng 19.8% MoM qua bốn kỳ điều chỉnh trong T9 theo giá dầu thế giới

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 2025 – Nay



Nguồn: EIA, Petrolimex, TVS Research

Việt Nam có tháng xuất siêu đầu tiên trong năm 2026.

Kim ngạch xuất khẩu T9 đạt 59.5 tỷ USD (+8.5% MoM, +39.1% YoY), nhập khẩu đạt 58.2 tỷ USD (+6% MoM, +45.8% YoY), đưa cán cân thương mại về trạng thái xuất siêu 1.3 tỷ USD – lần đầu tiên trong năm 2026. Cán cân thương mại chuyển sang xuất siêu nhờ kim ngạch xuất siêu của khối khu vực FDI tăng lên 4.9 tỷ USD từ 2.2 tỷ USD trong T8, bù đắp cho mức nhập siêu 3.6 tỷ USD của khu vực trong nước. Cụ thể, kim ngạch xuất khẩu của nhóm điện tử, máy tính & linh kiện tăng mạnh 42.3% MoM (đạt 22.6 tỷ USD) trong khi nhập khẩu chỉ tăng 5.9% MoM lên 27.1 tỷ USD, kéo nhập siêu của nhóm từ 9.8 tỷ USD trong tháng 8 xuống còn 4.6 tỷ USD trong tháng 9.

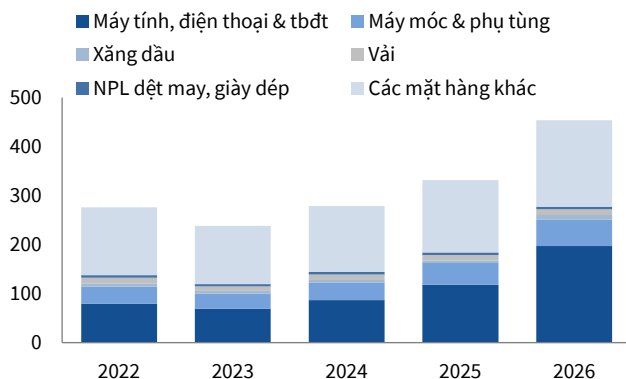
Lũy kế 9T, xuất khẩu đạt 434.3 tỷ USD (+24.5% YoY) và nhập khẩu 453.7 tỷ USD (+36.7% YoY), tương ứng nhập siêu 19.4 tỷ USD so với mức xuất siêu 16.9 tỷ USD trong cùng kỳ 2025. Theo thị trường, xuất siêu sang Mỹ 9T 2026 đạt 122.6 tỷ USD (+23.8% YoY) và sang EU đạt 36.1 tỷ USD (+25.3% YoY), trong khi nhập siêu từ Trung

Quốc đạt 121.5 tỷ USD (+43% YoY) và từ Hàn Quốc 43.8 tỷ USD (+90.4% YoY) – cho thấy Việt Nam tiếp tục nhập linh kiện từ châu Á để lắp ráp, xuất sang Mỹ và EU. Nhập khẩu máy tính, điện tử & điện thoại 9T đạt 197.1 tỷ USD, tăng 66.8% YoY và chiếm 43.4% tổng kim ngạch nhập khẩu. Nhập khẩu xăng dầu và dầu thô 9T 2026 tăng 44.6% YoY lên 16.2 tỷ USD trong khi lượng giảm 3.1% YoY, cho thấy phần lớn mức tăng đến từ giá.

Chúng tôi cho rằng mức thâm hụt thương mại có thể thu hẹp cho đến thời điểm cuối năm 2026 với kỳ vọng cán cân thương mại sẽ thặng dư đáng kể trong Q4 2026. Số liệu xuất nhập khẩu trong các tháng gần đây đang cho thấy tín hiệu cho thấy hoạt động xuất khẩu đang dần theo kịp hoạt động nhập khẩu. Mặc dù vậy, chúng tôi lưu ý rằng thương mại Q4 sẽ chịu áp lực từ hai phía: (1) đơn hàng xuất khẩu mới trong PMI giảm tháng thứ hai liên tiếp với tốc độ nhanh nhất kể từ T4, và (2) giá dầu cùng cước vận tải quốc tế tăng làm tăng kim ngạch nhập khẩu nhiên liệu.

Biểu đồ 10: Nhập khẩu máy tính, điện tử & điện thoại 9T tăng 66.8% YoY, chiếm 43.4% tổng kim ngạch nhập khẩu

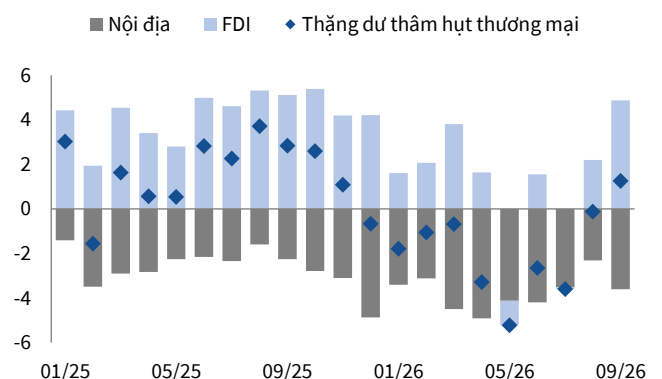
Kim ngạch nhập khẩu của các mặt hàng chủ lực trong 9 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 11: T9 xuất siêu 1.3 tỷ USD, lần đầu tiên trong năm 2026

Mức thặng dư/thâm hụt của khu vực FDI và khu vực nội địa trong hàng tháng từ 2025-Nay [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

Sản xuất công nghiệp Q3 tăng 14.8% YoY, tuy nhiên đơn hàng xuất khẩu suy yếu và chi phí đầu vào tăng trong 5 tháng liên tiếp.

IIP T9 2026 tăng 16.7% YoY (+3.3% MoM), đưa IIP Q3 tăng 14.8% YoY và 9T tăng 12.3% YoY – mức tăng 9 tháng cao nhất kể từ năm 2019 (cùng kỳ 2025 tăng 9% YoY). Nhóm Chế biến, chế tạo tăng 12.9% YoY và đóng góp 10 đpt; khai khoáng đảo chiều tăng 8% YoY (cùng kỳ giảm 0.4% YoY), đóng góp 1.3 đpt.

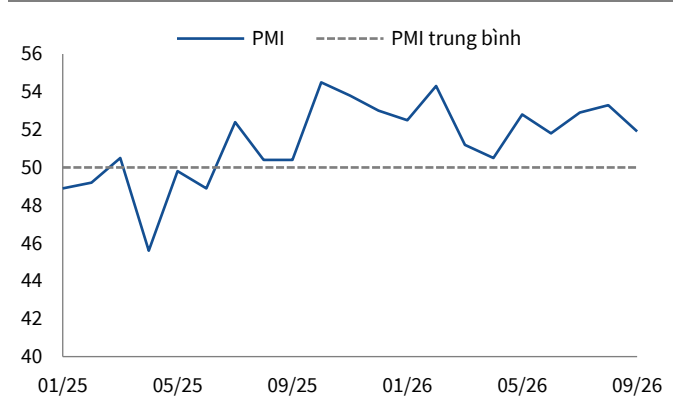
Chỉ số PMI sản xuất T9 giảm về 51.9 điểm từ 53.3 điểm, tháng giảm thứ hai liên tiếp dù vẫn trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ 15. Đơn hàng xuất khẩu mới giảm tháng thứ hai với tốc độ nhanh nhất kể từ T4 cùng với việc làm giảm nhẹ tháng thứ hai. Chi phí đầu vào tăng nhanh do giá dầu và cước vận tải quốc tế, nhưng giá bán đầu ra tăng chậm lại tháng thứ năm liên tiếp, thấp nhất kể từ T6/2025 – doanh nghiệp đang chịu phần chi phí tăng thêm thay vì chuyển sang giá bán do cạnh tranh gay gắt.

Tồn kho thành phẩm giảm nhanh nhất kể từ khi khảo sát bắt đầu năm 2011 và niềm tin kinh doanh lên mức cao nhất 7 tháng – đây là các yếu tố hỗ trợ sản lượng các

tháng tới. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà tăng trưởng sản xuất trong các tháng tới cần được theo dõi thêm khi lạm phát trong nước đang tăng trở lại có thể sẽ tạo áp lực lên chi phí và ảnh hưởng tiêu cực tới chỉ số.

Biểu đồ 12: PMI giảm về 51.9 điểm trong T9, tháng giảm thứ hai liên tiếp

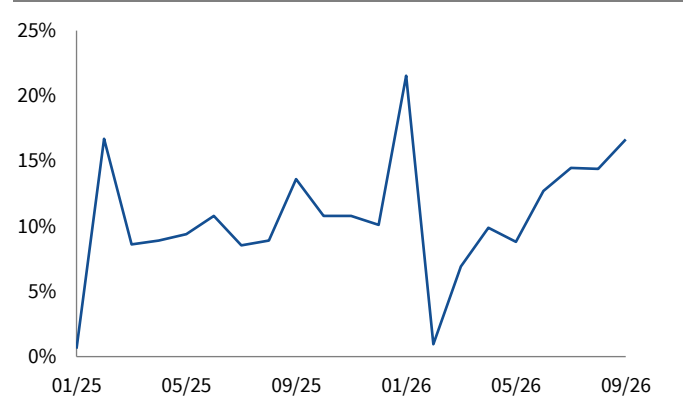
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2025-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TVS Research

Biểu đồ 13: IIP T9 tăng 16.7% YoY, lũy kế 9T cao nhất kể từ 2019

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



Nguồn: GSO, TVS Research

Vốn FDI đăng ký 9T tăng 76.4% YoY lên 50.4 tỷ USD, vốn giải ngân tăng ổn định 12.1% YoY.

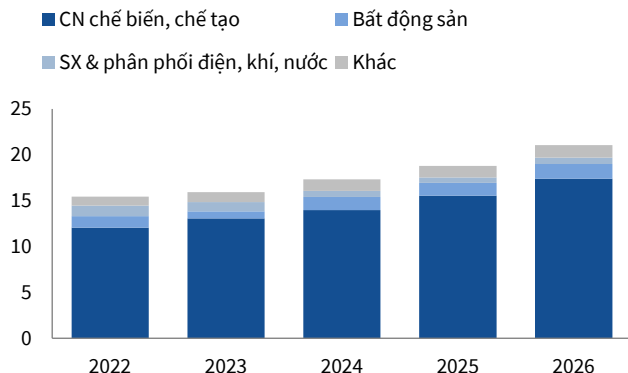
Tổng vốn FDI đăng ký tính đến thời điểm cuối tháng 9 đạt 50.4 tỷ USD (+76.4% YoY), gồm vốn cấp mới 29.2 tỷ USD – gấp 2.4 lần cùng kỳ, số dự án đạt 3,108 (+6.2% YoY); vốn điều chỉnh 14.2 tỷ USD (+25% YoY); góp vốn, mua cổ phần 7 tỷ USD (+44.3% YoY). FDI giải ngân 9T đạt 21.1 tỷ USD (+12.1% YoY), cao nhất của 9 tháng trong 5 năm qua với nhóm chế biến, chế tạo chiếm 82.6%.

Vốn FDI đăng ký trong tháng 9 đạt 9.7 tỷ USD, gần gấp đôi bình quân 5.1 tỷ USD trong 8 tháng đầu năm, trong đó vốn cấp mới đạt 7.5 tỷ USD. Phần vốn đăng ký mới đến từ Luxembourg với hơn 4.9 tỷ USD với dự án Cảng trung chuyển quốc tế Cần Giỏi (128,873 tỷ VND, tương đương 5 tỷ USD) của liên danh VIMC – Cảng Sài Gòn – Terminal Investment Limited Holding S.A. (thuộc MSC, đăng ký tại Luxembourg), được UBND TP.HCM chấp thuận nhà đầu tư trong T4/2026. Loại trừ khoản này, vốn đăng ký T9 còn khoảng 4.7-5.2 tỷ USD, tương đương bình quân 8T.

TVS Research cho rằng phần mức tăng đột biến của vốn đăng ký mang tính đột biến và không nên áp dụng cho các quý tới. Vốn giải ngân – chỉ tiêu phản ánh tác động thực lên sản xuất và việc làm – tăng 12.1% YoY, cao hơn mức 8.5% YoY của cùng kỳ. Trong 3 tháng cuối năm, chúng tôi cho rằng dòng vốn FDI giải ngân và đăng ký sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh mẽ và ổn định, tập trung chủ yếu ở lĩnh vực chế biến chế tạo với các dự án mở rộng nhà máy sản xuất, lắp ráp đang diễn ra trong năm 2026.

Biểu đồ 14: FDI giải ngân 9T đạt 21.1 tỷ USD, cao nhất 5 năm, tập trung vào nhóm chế biến, chế tạo

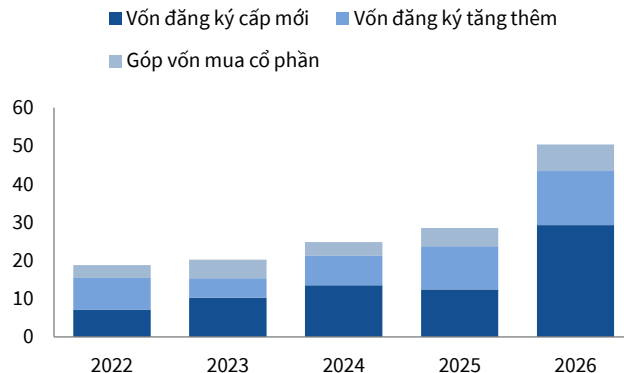
FDI giải ngân theo ngành trong 9 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 15: Vốn đăng ký cấp mới gấp 2.4 lần cùng kỳ đóng góp phần lớn vào mức tăng 76.4% YoY của FDI đăng ký

Vốn FDI đăng ký theo loại hình 9 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

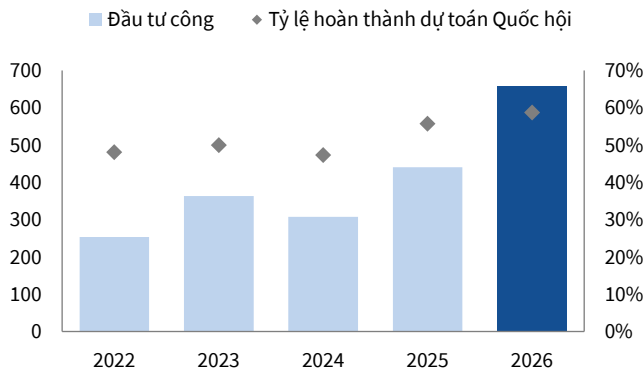
Giải ngân đầu tư công trong 9T tăng 49.3% YoY, đạt 58.7% kế hoạch – lần đầu tiên vượt tiến độ cùng kỳ 2025.

Giải ngân đầu tư công trong 9T 2026 đạt 657.5 nghìn tỷ VND, bằng 58.7% kế hoạch năm (1,120 nghìn tỷ VND) và tăng 49.3% YoY. Tính riêng tháng 9 giải ngân 142.9 nghìn tỷ VND (+ 49.5% MoM) và chỉ thấp hơn mức 151 nghìn tỷ VND của tháng 6. Tiến độ giải ngân lần đầu vượt tiến độ 2025 với (9T 2025 giải ngân 440.4 nghìn tỷ VND, đạt 55.7% kế hoạch cả năm) nhờ các dự án đã xong giai đoạn GPMB trong nửa đầu năm và đang tăng tốc hoàn thành.

Để đạt tỷ lệ giải ngân 90%-95% theo dự báo của chúng tôi, Q4 cần giải ngân từ 350-406 nghìn tỷ VND – tương đương 30%-36% dự toán năm 2026, cao hơn 11%-29% so với Q4 2025. Trong giai đoạn 2021-2025, tỷ lệ giải ngân bình quân của Q4 đạt 32.6%, với diễn biến tích cực trong công tác GPMB và giải ngân của các tháng gần đây, chúng tôi cho rằng mức giải ngân trên là hoàn toàn khả thi.

Biểu đồ 16: Giải ngân đầu tư công 9T đạt 58.7% dự toán Quốc hội, cao nhất trong 5 năm gần nhất

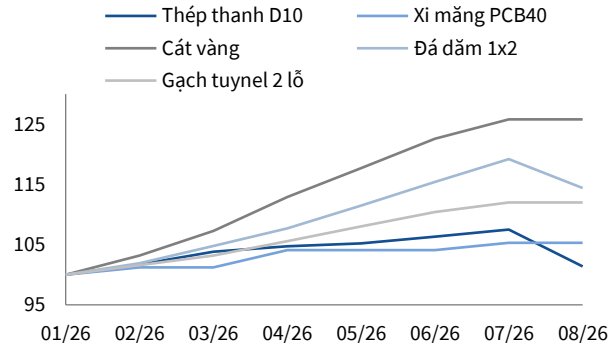
Giải ngân đầu tư công 9 tháng đầu năm từ 2022-Nay [nghìn tỷ VND] và tỷ lệ hoàn thành dự toán Quốc hội giao [%]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 17: Đà tăng giá của một số loại nguyên vật liệu xây dựng có dấu hiệu chậm lại kể từ T7

Mức tăng/giảm giá nguyên vật liệu xây dựng bình quân so với đầu năm 2026 [điểm pt]



Nguồn: Sở xây dựng tỉnh Đồng Nai, TVS Research

Tổng mức bán lẻ 9T tăng trưởng 13.4% YoY với sức mua thực cải thiện nhẹ.

Tổng mức bán lẻ hàng hóa & doanh thu dịch vụ tiêu dùng T9 đạt 690.6 nghìn tỷ VND (+1.7% MoM, +14.1% YoY); Q3 đạt 2,039 nghìn tỷ VND (+14.5% YoY). Lũy kế 9T đạt 5,925.7 nghìn tỷ VND (+13.4% YoY); loại trừ yếu tố giá tăng 7.8% YoY (cùng kỳ 2025: +7.2% YoY). Dịch vụ tăng nhanh hơn hàng hóa: doanh thu lưu trú, ăn uống 9T tăng 16.7% YoY và du lịch lữ hành tăng 17.9% YoY, so với bán lẻ hàng hóa tăng 12.8% YoY.

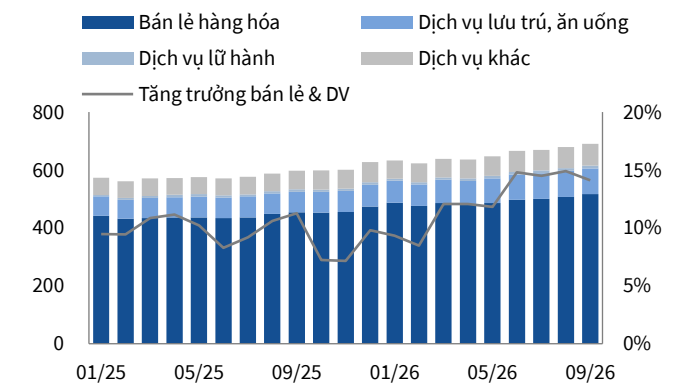
Khoảng cách 5.6 đpt giữa tăng trưởng danh nghĩa và tăng trưởng thực của 9T là lớn nhất trong 5 năm (2023: 2.4 đpt; 2024: 3 đpt; 2025: 2.3 đpt), tức yếu tố giá đang chiếm phần lớn hơn trong tăng trưởng doanh thu. Các nhóm hàng tăng nhanh nhất đều chịu tác động trực tiếp của giá: nhiên liệu khác (trừ xăng dầu) +29.2% YoY, đá quý và kim loại quý +22% YoY, xăng dầu +14.9% YoY.

Khách quốc tế T9 đạt 1.77 triệu lượt (-11.3% MoM, +16.1% YoY) – cao nhất của tháng 9 trong 5 năm; mức giảm so với T8 là diễn biến mùa vụ sau cao điểm hè. Lũy kế 9T đạt 17.7 triệu lượt (+14.5% YoY), trong đó khách đường bộ tăng 29.9% YoY, nhanh hơn đường hàng không (+11.9% YoY).

TVS Research duy trì quan điểm thận trọng về sức cầu nội địa. Tiêu dùng cuối cùng chỉ tăng 8.5% YoY trong 9T so với 17.9% YoY của tích lũy tài sản, và CPI 5.1% YoY đang bào mòn thu nhập thực của hộ gia đình. Mùa mua sắm cuối năm sẽ hỗ trợ doanh thu Q4, nhưng chúng tôi cho rằng phần đóng góp của giá trong tăng trưởng bán lẻ sẽ còn lớn.

Biểu đồ 18: Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ T9 đạt 14.1% YoY

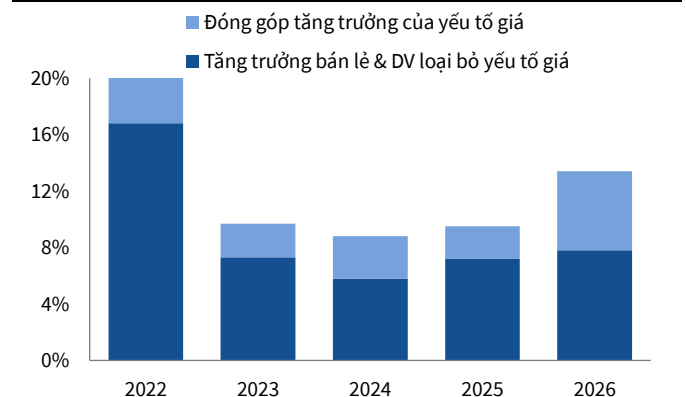
Doanh thu nhóm bán lẻ và DV [nghìn tỷ VND] và tăng trưởng [% YoY] hàng tháng từ T1 2025-Nay



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 19: Yếu tố giá đóng góp 5.6 đpt vào tăng trưởng bán lẻ 9T, cao nhất 5 năm

Tăng trưởng bán lẻ & dịch vụ bao gồm yếu tố giá và loại bỏ yếu tố giá trong 9 tháng đầu năm từ 2022-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Thị trường tiền tệ

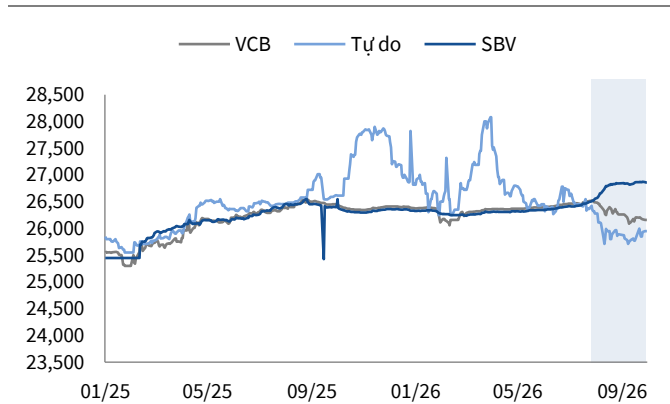
Tỷ giá bán của NHNN đi ngang trong T9 dù Fed tăng lãi suất; bình quân 9T mới tăng 1.3% YoY, sát cận dưới vùng dự báo cả năm.

Tỷ giá bán USD/VND của NHNN trong tháng 9 dao động trong khoảng 26,820-26,873 VND/USD, chỉ tăng 0.1% MoM sau mức tăng 1.1% MoM của T8. Tỷ giá không phản ứng với quyết định tăng lãi suất của Fed ngày 16/09: trong các phiên sau đó, tỷ giá bán của NHNN chỉ tăng tối đa 16 VND lên 26,873 VND/USD (25/09), dù chỉ số DXY tăng 2% MoM trong tháng lên 101.5 điểm – sát đỉnh 101.6 điểm của năm. Tỷ giá tự do sau khi giảm về mức thấp nhất trong năm 2026 vào ngày 08/09 tại mức 25,710 VND/USD đã tăng lên nhẹ lên mức 25,950 VND/USD cuối tháng (-0.1% MoM, -3.2% YTD). Trong báo cáo T8, chúng tôi cho rằng rủi ro đối với tỷ giá đến từ việc Fed tăng lãi suất trong T9, khiến chênh lệch lãi suất VND–USD thu hẹp. Tuy nhiên, áp lực tỷ giá vẫn được hỗ trợ bởi (1) cán cân thương mại T9 xuất siêu 1.3 tỷ USD, (2) FDI giải ngân T9 đạt 3.8 tỷ USD (+12.4% YoY), và (3) NHNN giữ tỷ giá trung tâm gần như đi ngang (+0.1% MoM).

Tỷ giá bán của NHNN bình quân 9T 2026 tăng 1.3% YoY – thấp hơn cận dưới vùng 1.5%-2% (dự báo theo bình quân năm). Nếu tỷ giá đi ngang ở mức hiện tại trong Q4, cả năm chỉ tăng khoảng 1.5% YoY; để chạm 2% YoY, bình quân Q4 phải lên khoảng 27,400 VND/USD (+2% so với hiện tại).

Biểu đồ 20: Tỷ giá bán của NHNN đi ngang trong T9, tỷ giá tự do thấp hơn giá niêm yết 210 VND

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



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 21: DXY tăng 2% MoM trong T9 sau khi Fed tăng lãi suất lần đầu kể từ 2023

Chỉ số DXY từ T1 2025 – Nay [điểm]



Nguồn: Investing.com, TVS Research

Lãi suất LNH về mức thấp nhất năm dù NHNN hút ròng 86.8 nghìn tỷ VND.

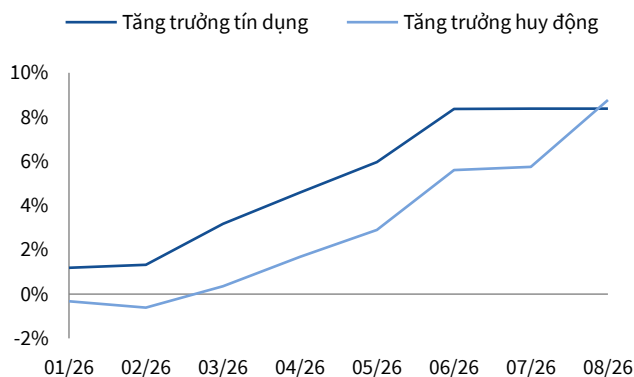
Lãi suất biến động mạnh trong tháng với kỳ hạn qua đêm giảm từ 6.8% ngày 21/09 về 0.5% ngày 28/09 rồi tăng lên 7% ngày 30/09 do nhu cầu thanh khoản cuối quý. Nhìn chung, lãi suất LNH bình quân T9 giảm ở tất cả các kỳ hạn, lãi suất qua đêm đạt 3.4%/năm (T8: 4.3%) trong khi lãi suất ở các kỳ hạn dài hơn từ 1-3 tháng dao động từ 6.1%-6.9% (thấp hơn từ 0.5%-0.6% so với tháng trước). NHNN hút ròng 86.8 nghìn tỷ VND qua thị trường mở trong T9, đảo chiều so với mức bơm ròng 60.2 nghìn tỷ VND của T8. Tuy nhiên, NHNN không phát hành tín phiếu trong tháng: toàn bộ

khoản hút ròng đến từ kênh cầm cố, khi 259.1 nghìn tỷ VND đáo hạn nhưng các ngân hàng chỉ vay mới 172.3 nghìn tỷ VND. Nói cách khác, các ngân hàng chủ động trả bớt vốn vay NHNN nhờ thanh khoản dư thừa trong ngắn hạn.

Tính đến 28/09, tín dụng tăng 10.9% YTD, thấp hơn mức 13.4% YTD cùng kỳ 2025, trong khi huy động tăng 9.8% YTD (cùng kỳ tăng 10% YTD). Khoảng cách tín dụng – huy động thu hẹp về 1.1 đpt từ 3.4 đpt cùng kỳ chủ yếu do tín dụng chậm lại. Trên thị trường 1, lãi suất huy động 12 tháng của nhóm NHTM tư nhân lớn tăng từ 5.9% lên 6.1%/năm trong T9; nhóm NHTM nhà nước giữ 5.9% và nhóm còn lại ở 6%. TVS Research cho rằng mặt bằng lãi suất sẽ tăng lên từ 25-50 bps trong Q4 2026 dưới áp lực giải ngân lớn trong giai đoạn cuối năm, có thể cao hơn từ 50-100 bps đối với các ngân hàng có nhu cầu tín dụng trung và dài hạn lớn hoặc có mức độ tham gia cao vào chu kỳ đầu tư công và hạ tầng trong năm nay.

Biểu đồ 22: Huy động vốn bắt kịp tín dụng trong T8 2026 sau khi khởi đầu năm ở mức âm

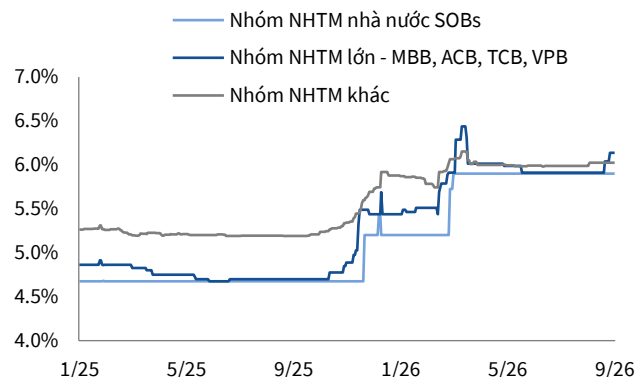
Tăng trưởng tín dụng và huy động vốn VND từ T1 2026 đến 26/08/2026 [% YTD]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 23: Lãi suất huy động 12 tháng của nhóm NHTM tư nhân lớn tăng lên 6.1% trong T9

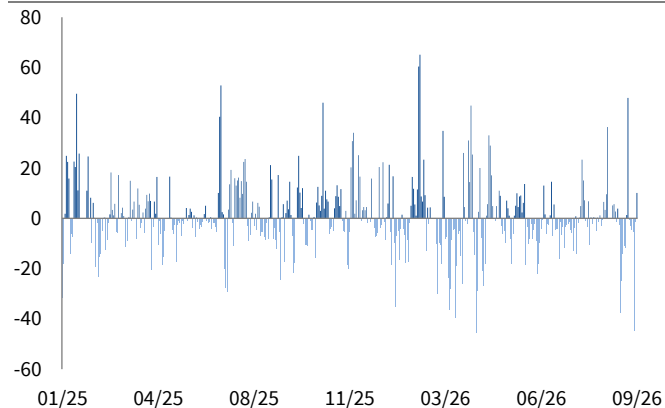
Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng của nhóm các NHTM [%/năm]



Nguồn: Wifeed, TVS Research

Biểu đồ 24: NHNN hút ròng 86.8 nghìn tỷ VND khi các khoản cầm cố đáo hạn không được tái vay

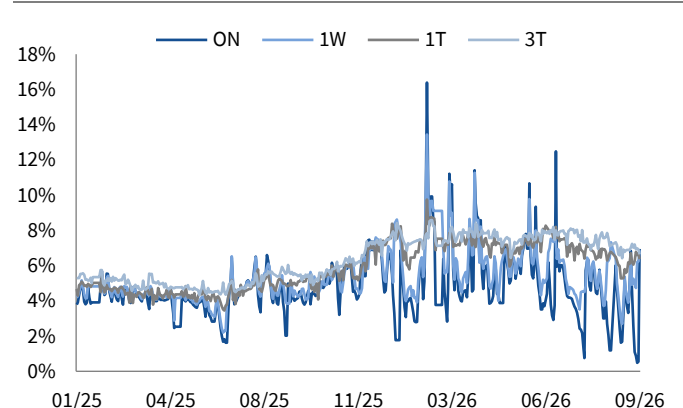
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 25: Lãi suất LNH giảm ở mọi kỳ hạn, qua đêm bình quân về mức thấp nhất năm

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



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Bảng 1: 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%-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%	27%
Tăng trưởng nhập khẩu	% YoY	26.5%	8.0%	-8.7%	16.7%	19.4%	35%
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%	10%
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 trưởng 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 10

Ngày	Sự kiện	Mức độ ảnh hưởng
01/10/2026	Việt Nam – Công bố chỉ số PMI	Cao
03/10/2026	Việt Nam - Công bố số liệu kinh tế - xã hội Q3 và 9T	Cao
07/10/2026	FTSE Russell - Công bố báo cáo xếp hạng thị trường	Trung bình
15/10/2026	Việt Nam - Đáo hạn hợp đồng tương lai VN30F1M	Cao
20/10/2026	Việt Nam – Công bố danh mục các rổ chỉ số thành phần	Trung bình
	Việt Nam – Hạn nộp BCTC đơn lẻ Q3 2026	Cao
29/10/2026	FED công bố quyết định điều hành lãi suất T10	Cao
30/10/2026	Việt Nam – Hạn nộp BCTC hợp nhất Q3 2026	Cao

Danh mục báo cáo đã phát hành

Loại báo cáo	Tiêu đề	Công ty/Ngành	Ngày phát hành
Báo cáo ngành	Cập nhật ngành BĐS KCN	BĐS Khu công nghiệp	07/10/2026
Báo cáo ngành	Cập nhật ngành Ngân hàng	Ngân hàng	02/10/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T8 2026	Thị trường	10/09/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T8 2026	Vĩ mô	10/09/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T7 2026	Thị trường	07/08/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T7 2026	Vĩ mô	07/08/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T6 2026	Thị trường	10/07/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T6 2026	Vĩ mô	10/07/2026
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T5 2026	Thị trường	10/06/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T5 2026	Vĩ mô	10/06/2026

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

PHÒNG PHÂN TÍCH NGHIÊN CỨU

Email: research@tvs.vn