

Báo cáo vĩ mô

Báo cáo tháng 8 2026: Áp lực lạm phát quay trở lại khi diễn biến tại khu vực Trung Đông tiếp tục căng thẳng

Kinh tế vĩ mô thế giới – Giá dầu tăng trở lại đẩy lạm phát các nền kinh tế lớn tăng tốc trong T8, các NHTW nghiêng dần về thắt chặt chính sách tiền tệ

Giá dầu Brent tăng trở lại, có thời điểm chạm mốc 100 USD/thùng do căng thẳng Mỹ - Iran leo thang, kéo lạm phát tại Mỹ, Trung Quốc và châu Âu tăng trở lại trong T8 sau giai đoạn hạ nhiệt trong T6 và T7 nhờ giá dầu giảm.

TVS Research cho rằng các NHTW lớn sẽ nghiêng dần về thắt chặt để kiềm chế lạm phát: ECB nhiều khả năng tăng thêm 25đcb trong T9, FED giữ nguyên lãi suất nhưng có thể nghiêng dần về phía tăng trong Q4 2026, riêng PBOC khó giảm lãi suất thêm và ưu tiên kích thích tài khóa hướng đến cải thiện hoạt động tiêu dùng của người dân.

Kinh tế vĩ mô Việt Nam – Áp lực lạm phát quay trở lại khi giá nhiên liệu tăng trong tháng 8

Chỉ số giá tiêu dùng CPI T8 2026 tăng 4.9% YoY, tăng mạnh trở lại sau khi chiến tranh tại khu vực Trung Đông căng thẳng trở lại trong tháng 8. Giá dầu Brent quay lại giao dịch ở mức bình quân 91 USD/thùng trong tháng 8 (+8.7% MoM, 34% YoY). Giá xăng dầu bình quân trong nước trong tháng 8 theo đó tăng lần lượt 6.4% MoM (E10 – III) và 18.1% MoM (DO 0.05S-II).

Thị trường tiền tệ - Lãi suất liên ngân hàng ổn định trong tháng 8, trong khi đó tăng trưởng huy động lần đầu tiên vượt tăng trưởng tín dụng sau nhiều năm

Tỷ giá tự do hiện thấp hơn giá niêm yết tại NHTM 370 VND – nổi rộng từ mức chiết khấu 210 VND cuối T7 và đảo ngược hoàn toàn trạng thái chênh lệch cao hơn kéo dài trước đó (có lúc lên tới 1,723 VND trong T3 2026).

Tính đến 22/08, theo Thứ trưởng Bộ Tài Chính huy động vốn VND tăng 8.77% so với đầu năm và lần đầu tiên sau nhiều năm vượt tốc độ tăng dư nợ tín dụng VND (8.38%) – giai đoạn 2021-2025, tín dụng tăng nhanh hơn huy động bình quân 3.8 đpt/năm và tạo ra mức chênh lệch tích lũy khoảng 2 triệu tỷ VND.

Chỉ số vĩ mô quốc tế	T8/26	% MoM	%YTD
Lạm phát (%):			
Mỹ (CPI)	-	-	-
Khu vực EU	3.3%	+0.4%	+1.4%
Trung Quốc	0.8%	+0.4%	0%
PMI (điểm):			
	T8/26	+/- MoM	+/- YTD
Mỹ (S&P)	53.9	+0.7	+2.1
Khu vực EU	52.7	+0.8	+3.9
Trung Quốc	51.5	+0.6	+1.0
Chỉ số vĩ mô VN			
	T8/26	% MoM	%YoY
CPI	4.9%	0.5%	4.9%
PMI sản xuất (điểm)	53.3	0.4	2.9
IIP (%)	14.4%	1.5%	14.4%
Xuất khẩu (tỷ USD)	54.8	3.2%	26%
Nhập khẩu (tỷ USD)	54.9	-3.1%	35.5%
Bán lẻ (nghìn tỷ VND)	680	1.6%	14.9%
ĐTC (nghìn tỷ VND-YTD)	515	22.9%	35.4%
FDI giải ngân (tỷ USD)	2.1	-5.5%	13.9%
Thị trường tiền tệ			
	T8/26	%MoM	%YTD
USD/VND (NHNN bán ra)	26,840	0.5%	1.9%

Chú thích:

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

Nguyễn Đức Anhanhnd@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6417

Nguyễn Văn Quangquangnv@tvs.vn

+84 24 32484820 Ext. 6440

Kinh tế vĩ mô thế giới

Giá dầu neo cao tiếp tục được phản ánh vào lạm phát tại các nền kinh tế lớn trên thế giới.

Tính đến cuối T8 2026, giá dầu Brent thế giới đã tăng trở lại và có thời điểm chạm mốc 100 USD/thùng, hiện đang được giao dịch quanh mức 90 – 100 USD/thùng. Đây là kết quả của sự thất bại trong việc duy trì thỏa thuận hòa bình giữa Mỹ và Iran, đồng thời giao tranh giữa 2 phía tiếp tục diễn ra trong tháng. TVS Research cho rằng giá dầu tăng là nguyên nhân chính khiến lạm phát tăng trở lại tại hầu hết các nền kinh tế trong đó nổi bật là các nền kinh tế lớn như Mỹ, Trung Quốc và Liên minh châu Âu.

Lạm phát trong T7 2026 tại các nền kinh tế lớn đã chững hoặc giảm lại chủ yếu do giá dầu giảm mạnh trước đó. Tuy nhiên, sang T8 2026, lạm phát tại các nền kinh tế lớn đã tăng trở lại với tác động chủ yếu từ giá nhiên liệu tăng, trong khi các cấu phần còn lại không thay đổi đáng kể.

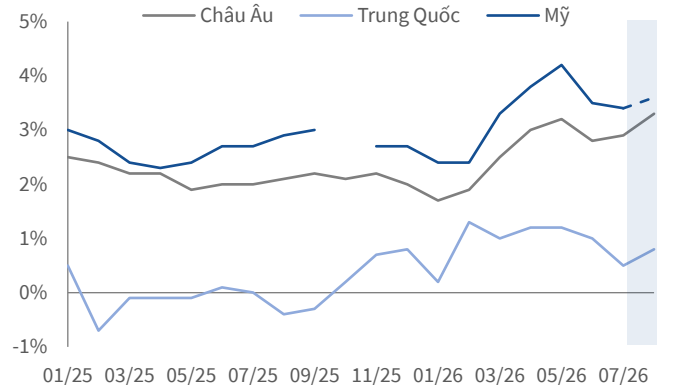
Tại Mỹ, TVS Research cho rằng lạm phát tại Mỹ có thể tăng trở lại trong T8 2026. Nguyên nhân chính do giá nhiên liệu tại Mỹ trong T8 đang tăng trở lại và hiện đã cao hơn khoảng 5.8% so với giai đoạn hạ nhiệt vào cuối T6 2026. Trong khi đó, lạm phát lõi tại Mỹ có thể không tăng trong T8 khi nhu cầu tiêu dùng tại Mỹ tiếp tục yếu trong T8. Thị trường lao động tại nước này có sự hồi phục trong T8 với 162,000 việc làm mới ngoài nông nghiệp, đảo chiều so với xu hướng tăng trưởng chậm trong các tháng trước đó. Mặc dù vậy, cơ cấu việc làm tại Mỹ đang có sự chuyển dịch từ các ngành thu nhập cao sang các ngành thu nhập thấp hơn từ đó phản ánh triển vọng tiêu dùng yếu của người dân Mỹ.

Tại châu Âu, lạm phát cơ bản tăng từ 2.9% lên 3.3% YoY trong T8. Ảnh hưởng từ giá dầu tăng trở lại phản ánh rõ rệt lên lạm phát tại khu vực này do châu Âu phụ thuộc phần lớn vào dầu và khí đốt nhập khẩu từ Mỹ và khu vực Trung Đông. Trong khi đó, lạm phát lõi tại đây giảm nhẹ từ 2.5% xuống 2.4% YoY với nguyên nhân chính đến từ thị trường lao động suy yếu và tỷ lệ thất nghiệp đang tăng trong các tháng gần đây, khiến sức mua của người tiêu dùng giảm.

Tại Trung Quốc, lạm phát T8 2026 cũng tăng trở lại ở mức 0.8% YoY so với mức 0.5% YoY của tháng trước. TVS Research cho rằng mức tăng này có thể được giải thích qua việc Trung Quốc bắt đầu nhập khẩu dầu trở lại từ T7 và tăng mạnh mức nhập khẩu hơn trong T8. Qua đó khiến giá nhiên liệu của Trung Quốc nhạy cảm hơn với giá dầu thế giới sau giai đoạn Trung Quốc sử dụng kho dự trữ dầu chiến lược để hạn chế tác động của xung đột địa chính trị lên giá nhiên liệu trong nước.

Biểu đồ 1: Lạm phát tăng trở lại trong T8 2026 tại các nền kinh tế lớn

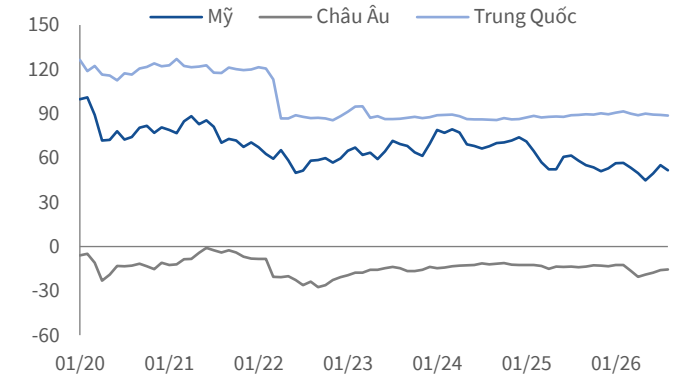
Thay đổi CPI cơ bản và CPI của Mỹ, Trung Quốc và châu Âu giai đoạn T1 – T8 2026 [% YoY]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Biểu đồ 2: Hoạt động tiêu dùng tại các nền kinh tế lớn chưa cải thiện trong T8 2026

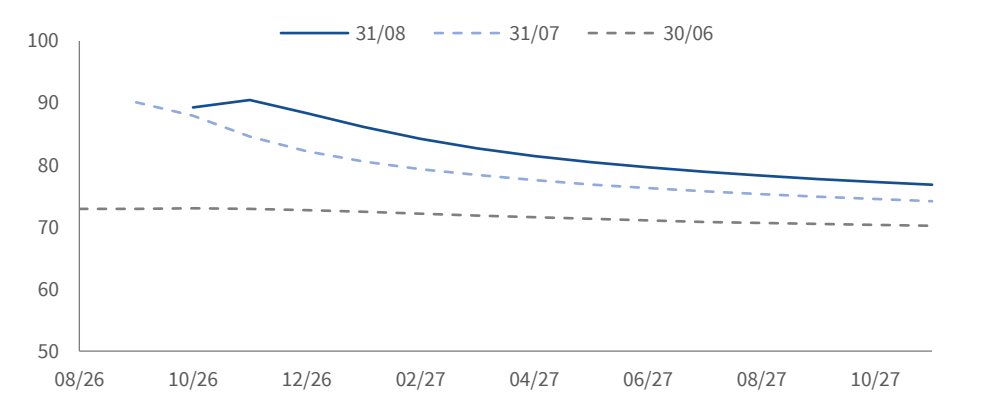
Chỉ số tâm lý tiêu dùng tại Mỹ, châu Âu và Trung Quốc từ T1 2020 – nay [điểm]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Biểu đồ 3: Giá dầu Brent tiếp tục tăng trong T8 và chạm mức 100 USD/thùng

Đường cong giá các HĐTL dầu Brent kỳ hạn tại các thời điểm [USD/thùng]



Nguồn: LSEG, TVS Research

NHTW tại các nền kinh tế lớn sẽ nghiêng dần về quan điểm thắt chặt chính sách tiền tệ trong giai đoạn cuối năm 2026 để kiềm chế lạm phát.

Với diễn biến lạm phát trong T8, TVS Research cho rằng các NHTW lớn sẽ nghiêng dần về lựa chọn tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát. Riêng với NHTW Châu Âu (ECB), cơ quan này sẽ tiếp tục quá trình tăng lãi suất đã thực hiện trước đó.

Tại Mỹ, với kịch bản lạm phát tăng sau khi giá dầu tăng mạnh trong T8, TVS Research cho rằng FED sẽ duy trì lãi suất trong kỳ điều hành T9, tuy nhiên các thành viên của cơ quan này có thể nghiêng dần về việc tăng lãi suất trong các tháng tới. Quan điểm của chúng tôi đưa ra khi FED vẫn duy trì việc nới lỏng chính sách tiền tệ thông qua 2 hành động: (1) duy trì lãi suất cơ bản ở mức thấp, kéo dài từ T12 2025 đến nay và (2) tiếp tục bơm tiền vào hệ thống ngân hàng thông qua hoạt động của SOMA, quá trình bơm tiền này đi kèm với việc giảm lãi suất từ cuối năm ngoái.

Mặc dù vậy, chúng tôi không loại trừ việc CPI T9 tăng mạnh và lớn hơn mức bình quân hàng tháng 0.3%, có thể kích hoạt việc tăng lãi suất khẩn cấp của FED ngay

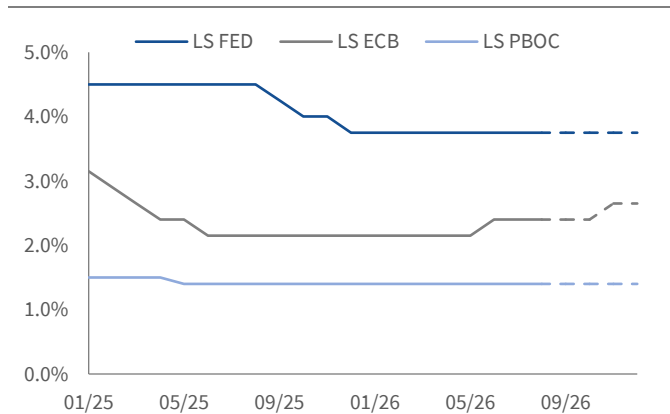
trong T9 để kiềm chế mức tăng này.

Tại Trung Quốc, lạm phát tăng trở lại nhưng CPI T8 chỉ tăng lên 0.8% YoY, vẫn thấp hơn so với mức lạm phát đầu năm 2026, cho thấy áp lực từ giá dầu tác động lên lạm phát chưa lớn. Do đó, chúng tôi cho rằng NHTW Trung Quốc (PBOC) sẽ tiếp tục chính sách tiền tệ nới lỏng và duy trì MLF tại 1.45% cùng lãi suất reverse repo 7 ngày tại 1.4%. Tại báo cáo trước đó, chúng tôi đánh giá cơ quan này có thể cắt lãi suất reverse repo thêm 10 – 15đcb trong phần cuối của năm. Tuy nhiên, việc Trung Quốc nhập khẩu dầu trở lại, cùng giá dầu thế giới tăng nhanh trong T7 và T8 có thể khiến lạm phát tăng trở lại. Điều này trực tiếp tác động tiêu cực đến mục tiêu cải thiện tình trạng tiêu dùng đang suy yếu của Chính phủ Trung Quốc. Do đó, chúng tôi đánh giá khả năng PBOC giảm lãi suất ít khả năng xảy ra hơn. Thay vào đó, cơ quan này sẽ tập trung nhiều hơn vào các gói kích thích thông qua chính sách tài khóa trong giai đoạn cuối năm.

Tại khu vực châu Âu, lạm phát T8 tăng mạnh là nguyên nhân chính khiến ECB tiếp tục tăng lãi suất trong T9 và có thể ở mức 25 đcb. Chúng tôi cho rằng quá trình tăng lãi suất của ECB có thể tiếp tục trong Q4 2025. Khả năng này được hỗ trợ khi Châu Âu chuẩn bị bước vào mùa đông với nhu cầu nhiên liệu sưởi ấm tăng mạnh sẽ khiến giá nhiên liệu tại khu vực này tăng trong các tháng tới, kéo theo lạm phát tăng mạnh.

Biểu đồ 3: Lãi suất cơ bản tại các nền kinh tế lớn có thể tăng dần về cuối năm sau khi lạm phát tăng trở lại

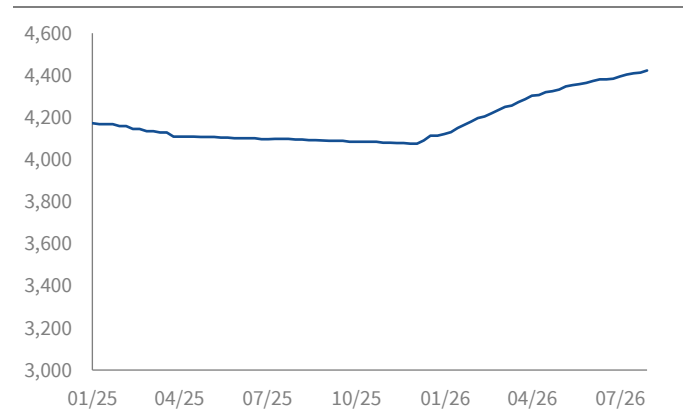
Diễn biến lãi suất cơ bản tại Mỹ, Trung Quốc và châu Âu trong năm 2026 [%]



Nguồn: LSEG, TVS Research

Biểu đồ 4: FED vẫn đang bơm ròng tiền và duy trì QE để hỗ trợ nền kinh tế Mỹ

Giá trị tài khoản SOMA của FED [tỷ USD]



Nguồn: FRED, TVS Research

Kinh tế vĩ mô Việt Nam

Áp lực lạm phát quay trở lại khi chiến tranh tại khu vực Trung Đông bùng phát trở lại.

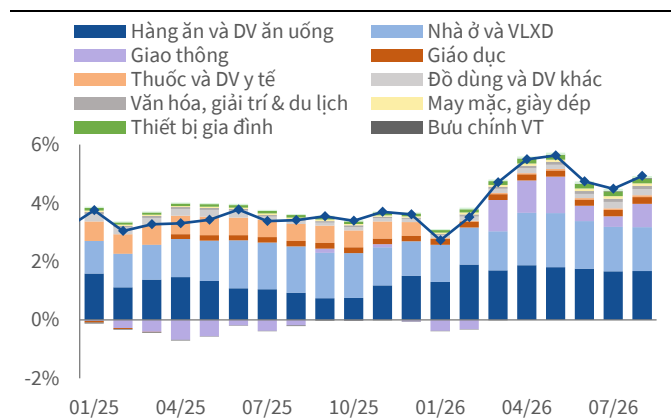
Chỉ số giá tiêu dùng CPI T8 2026 tăng 4.9% YoY, tăng mạnh trở lại sau khi chiến tranh tại khu vực Trung Đông kéo dài mặc cho các thỏa thuận ngừng bắn tạm thời được ký trước đó. Giá dầu Brent quay lại giao dịch ở mức bình quân 91 USD/thùng trong tháng 8 (+8.7% MoM, 34% YoY). Giá xăng dầu trong nước vì vậy cũng điều chỉnh lên mức bình quân 22,423 VND/lít đối với xăng E10 (+22.7% YoY) và 27,848 VND/lít đối với dầu DO 0,05S-II (+45.9% YoY), tăng lần lượt 6.4% MoM và 18.1% MoM.

Nhóm Giao thông đóng góp toàn bộ vào mức tăng của CPI tháng 8 so với tháng 7, trong khi nhóm hàng hóa và dịch vụ còn lại đều có mức tăng tương đương so với các tháng trước đó. Nhóm Hàng ăn & DV ăn uống cùng với nhóm Nhà ở & VLXD – tổng tỷ trọng chiếm hơn 50% - đóng góp lần lượt 1.7 đpt và 1.5 đpt vào chỉ số CPI tổng thể. Như chúng tôi đã phân tích trong báo cáo cập nhật tháng trước, rủi ro đối với lạm phát không chỉ đến từ áp lực của giá dầu leo thang mà còn đến từ mức điều chỉnh chậm hơn từ 6 tháng từ các nhóm như Ăn uống ngoài gia đình.

Chúng tôi giữ nguyên dự báo CPI trong năm 2026 ở mức 4.5% do tác động từ các nhóm hàng hóa và dịch vụ chịu áp lực từ giá nhiên liệu như hàng ăn và dịch vụ ăn uống, khi các nhóm này thường điều chỉnh chậm hơn từ 6 tháng hoặc gần như không điều chỉnh sau khi giá nhiên liệu giảm về mặt bằng giá trước đó. Tuy nhiên, trong kịch bản tiêu cực, nếu tình hình chiến tranh tại Trung Đông tiếp tục căng thẳng đến hết Q4 2026, chỉ số CPI bình quân cả năm có thể tăng lên mức 4.7%-5%.

Biểu đồ 5: CPI tháng 8 tăng mạnh trở lại trước áp lực của giá xăng dầu

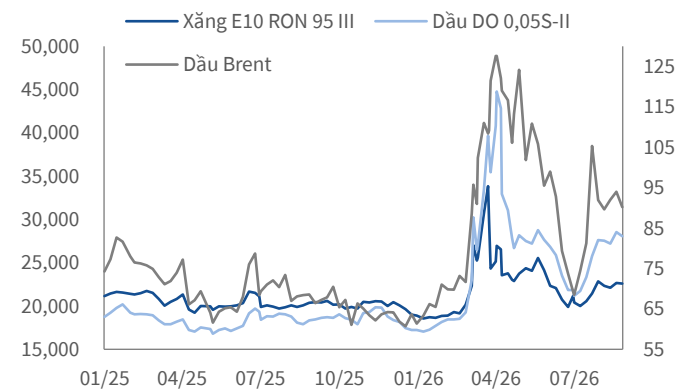
CPI tổng thể và đóng góp của các nhóm từ T1 2025 – Nay [% YoY]



Nguồn: Fiinpro-X, TVS Research

Biểu đồ 6: Giá xăng dầu bình quân trong tháng 8 tăng trở lại khi xung đột tại Trung Đông tiếp tục leo thang

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: Fred, Petrolimex, TVS Research

Thâm hụt thương mại trong T8 2026 giảm về mức tối thiểu khi nhập khẩu bắt đầu chững lại.

Trong T8 2026, kim ngạch xuất khẩu đạt 54.8 tỷ USD (+3.2% MoM, +26% YoY) trong khi nhập khẩu đạt 54.9 tỷ USD (-3.1% MoM, +37.9% YoY), đưa cán cân thương mại tháng về trạng thái gần cân bằng với mức nhập siêu chỉ 120 triệu USD - thu hẹp mạnh so với mức thâm hụt 3.7 tỷ USD của T7 và là tháng có mức thâm hụt thấp nhất

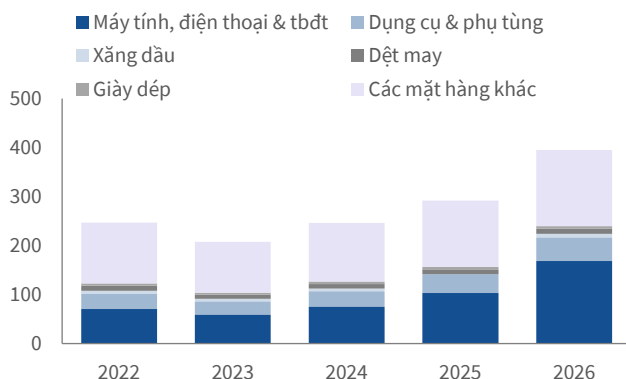
kể từ đầu năm 2026. Lũy kế 8T 2026, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 770.1 tỷ USD (+28.7% YoY) – mức cao nhất của 8 tháng từ trước đến nay, trong đó xuất khẩu đạt 374.8 tỷ USD (+22.4% YoY) và nhập khẩu đạt 395.3 tỷ USD (+35.3% YoY), tương ứng mức nhập siêu 20.5 tỷ USD (cùng kỳ 2025 xuất siêu 14 tỷ USD).

Cấu trúc thâm hụt tiếp tục phân hóa giữa hai khu vực: khu vực FDI xuất siêu 10.1 tỷ USD trong khi khu vực nội địa nhập siêu 30.6 tỷ USD. Nhóm tư liệu sản xuất vẫn chiếm 94.1% tổng kim ngạch nhập khẩu 8T, riêng điện tử, máy tính & linh kiện cùng điện thoại & linh kiện đạt 168.5 tỷ USD và nâng tỷ trọng lên 42.6% (so với 41.6% tại thời điểm 7T). Việc nhập khẩu giảm 3.1% MoM trong T8 – khu vực nội địa giảm 7.1% và khu vực FDI giảm 1.8% – là tín hiệu đầu tiên cho thấy nhịp tích trữ nguyên vật liệu và linh kiện được đẩy mạnh từ Q2 2026 trước rủi ro thuế quan đã bắt đầu chậm lại.

TVS Research giữ quan điểm mức thâm hụt hiện tại phản ánh chu kỳ mở rộng đầu tư – sản xuất hơn là sự suy yếu của năng lực xuất khẩu, khi thặng dư với các thị trường chủ lực vẫn tăng mạnh (Hoa Kỳ 106.6 tỷ USD, +22.7% YoY; EU 31.4 tỷ USD, +22.8% YoY) và mức nhập siêu gia tăng chủ yếu đến từ Trung Quốc (107.7 tỷ USD, +41.7% YoY) và Hàn Quốc (37.8 tỷ USD, +89.4% YoY) – hai nguồn cung linh kiện đầu vào chính cho khu vực FDI. Hai yếu tố cần theo dõi trong Q4 2026 bao gồm: (1) mức thuế 12.5% theo Mục 301 áp lên hàng hóa Việt Nam có hiệu lực từ 24/07 chỉ phản ánh đầy đủ vào kim ngạch từ T9 do độ trễ hợp đồng và vận chuyển, trong đó các nhóm hàng cạnh tranh trực tiếp với Ecuador, Ấn Độ và Indonesia (đang chịu mức 10%) sẽ chịu áp lực đàm phán lại giá; và (2) tốc độ đưa vào vận hành của các dự án bán dẫn – điện tử mới, yếu tố quyết định liệu thặng dư của khu vực FDI có đủ bù đắp mức nhập siêu ngày càng lớn của khu vực nội địa trong các tháng cuối năm hay không.

Biểu đồ 7: Kim ngạch nhập khẩu của mặt hàng máy tính, điện thoại & tbdt tiếp tục tăng mạnh trong 8T 2026

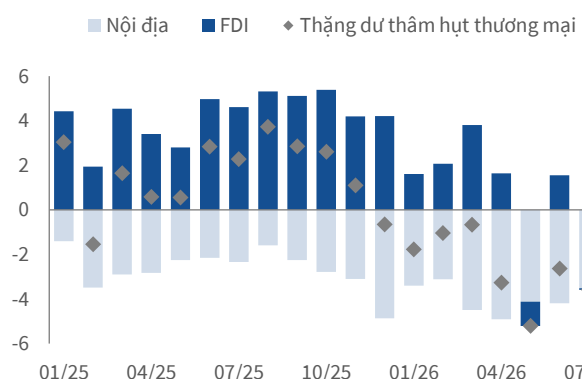
Kim ngạch nhập khẩu của các mặt hàng chủ lực trong 8 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: Tổng cục Hải quan, TVS Research

Biểu đồ 8: Cán cân thương mại tháng 8 gần như cân bằng, mức thâm hụt thấp nhất kể từ đầu 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: Tổng cục Hải quan, TVS Research

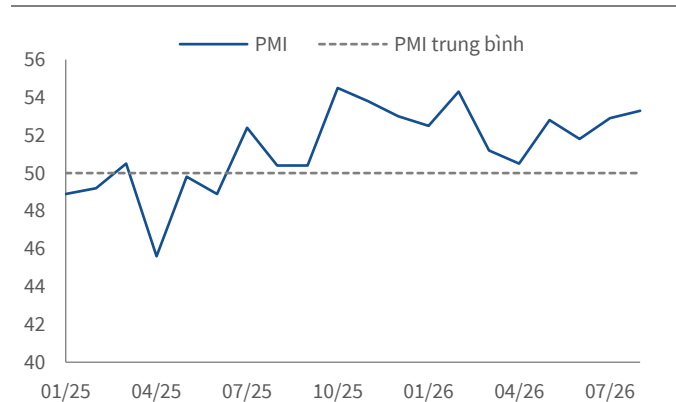
Sản xuất công nghiệp tăng tốc trong T8 2026, song đơn hàng xuất khẩu mới có dấu hiệu suy giảm.

Chỉ số PMI ngành sản xuất của Việt Nam trong T8 2026 đạt 53.3 điểm, tăng từ mức 52.9 điểm của tháng trước và là mức cao nhất kể từ T2 2026, qua đó đánh dấu tháng thứ 14 liên tiếp các điều kiện kinh doanh được cải thiện. Sản lượng tăng với tốc độ nhanh nhất trong hơn hai năm và số lượng đơn đặt hàng mới đạt mức tăng mạnh nhất kể từ T10 2025, được hỗ trợ bởi hoạt động phát triển sản phẩm mới, nguồn cung nguyên vật liệu dồi dào hơn và áp lực chi phí hạ nhiệt – chi phí đầu vào tăng chậm nhất trong 11 tháng, trong khi giá bán đầu ra tăng chậm lại tháng thứ tư liên tiếp. Diễn biến này đồng pha với chỉ số sản xuất công nghiệp - IIP T8 tăng 14.4% YoY (+1.5% MoM) và lũy kế 8T 2026 tăng 11.9% YoY.

Chúng tôi cho rằng hoạt động sản xuất tiếp tục mở rộng trong các tháng cuối năm 2026 nhờ nhu cầu xuất khẩu dự kiến tiếp tục tăng mạnh trong giai đoạn cuối năm sau thời gian nhập siêu liên tục trong H1 2026. Trong khi đó, rủi ro chính vẫn là diễn biến chiến sự tại Trung Đông, hiện đã căng thẳng trở lại trong tháng 8 – yếu tố có thể đẩy chi phí năng lượng và cước vận tải tăng trở lại, đồng thời kéo dài giai đoạn suy giảm của đơn hàng xuất khẩu vốn đã bắt đầu trong T8.

Biểu đồ 9: Chỉ số PMI T8 2026 đạt 53.3 điểm, mức cao nhất kể từ T2 2026

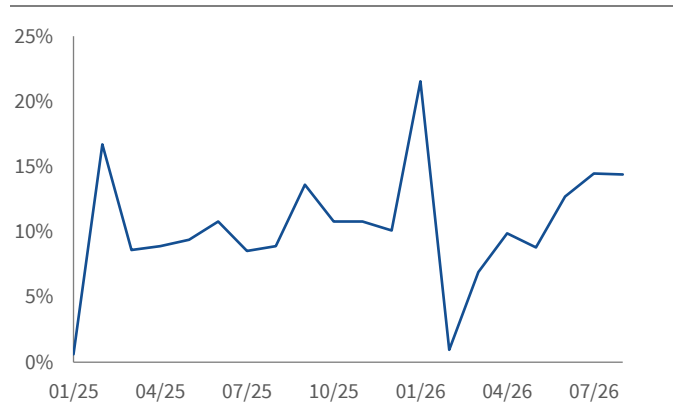
Chỉ số PMI sản xuất của Việt Nam từ T1 2025-Nay [điểm]



Nguồn: S&P Global, TVS Research

Biểu đồ 10: Chỉ số IIP T8 tăng 14.4% YoY, lũy kế 8T đạt mức cao nhất trong nhiều năm

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



Nguồn: GSO, TVS Research

Vốn FDI đăng ký 8T 2026 lần đầu vượt mốc 40 tỷ USD, vốn giải ngân đạt mức cao nhất cùng kỳ 5 năm.

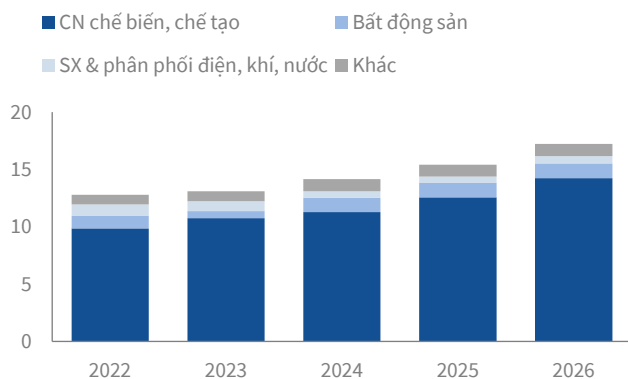
Tổng vốn FDI đăng ký vào Việt Nam tính đến ngày 31/08/2026 đạt 40.6 tỷ USD (+55.4% YoY), lần đầu tiên vượt mốc 40 tỷ USD trong 8 tháng đầu năm. Trong đó, vốn đăng ký cấp mới đạt 21.7 tỷ USD (+96.8% YoY) với 2,771 dự án, vốn đăng ký điều chỉnh đạt 12.2 tỷ USD (+14.7% YoY) và góp vốn, mua cổ phần đạt 6.7 tỷ USD (+50.1% YoY). Ở chiều giải ngân, vốn FDI thực hiện 8T 2026 đạt 17.3 tỷ USD (+12% YoY) – mức cao nhất của 8 tháng trong 5 năm qua, trong đó công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 82.6% và tiếp tục là điểm đến chi phối của dòng vốn khi cũng chiếm 59.5% tổng vốn đăng ký cấp mới và điều chỉnh. Xét theo đối tác, Singapore dẫn đầu vốn đăng ký cấp mới với 7.6 tỷ USD (35.1%), tiếp đến là Hàn Quốc 5.7 tỷ USD (26.1%) và Hồng Kông 3 tỷ USD (13.6%).

Khoảng cách giữa vốn đăng ký và vốn giải ngân tiếp tục nới rộng, lên 2.4 lần trong

8T 2026 so với mức 1.7 lần của cùng kỳ 2025. Như đã lưu ý trong báo cáo tháng trước, đây vừa là dư địa tăng trưởng cho giai đoạn 2027-2028, vừa là yếu tố cần theo dõi khi tác động thực của FDI lên sản xuất, việc làm và cán cân thương mại chỉ thể hiện rõ ở giai đoạn giải ngân. Với các lợi thế dài hạn về hạ tầng, chi phí lao động và chính sách hỗ trợ của Chính phủ, chúng tôi giữ nguyên dự báo vốn FDI giải ngân tăng trưởng 8%-10% trong năm 2026.

Biểu đồ 11: Dòng vốn FDI giải ngân chủ yếu tăng mạnh vào nhóm công nghiệp chế biến, chế tạo

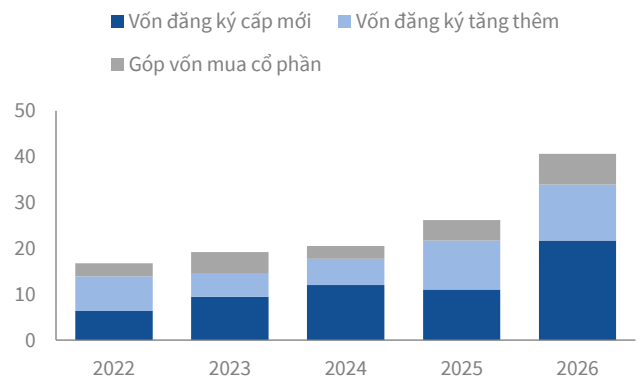
FDI giải ngân theo ngành trong 8 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 12: Nguồn vốn FDI đăng ký mới đóng góp phần lớn vào mức tăng của FDI đăng ký trong 8T 2026

Vốn FDI đăng ký theo loại hình 8 tháng đầu năm từ 2022-2026 [tỷ USD]



Nguồn: GSO, TVS Research

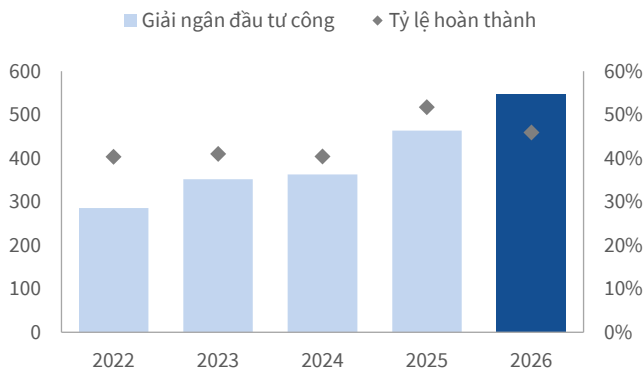
Giải ngân đầu tư công tăng tốc mạnh trong T8, thu hẹp gần như toàn bộ khoảng cách so với cùng kỳ.

Chi đầu tư phát triển 8T 2026 đạt 514.6 nghìn tỷ VND, bằng 45.9% dự toán năm và tăng 35.4% YoY. Riêng tháng 8 giải ngân 95.6 nghìn tỷ VND, cao hơn 54% so với tháng liền trước và gấp hơn 4 lần mức thực hiện của T8 2025. Nhờ đó, tỷ lệ hoàn thành kế hoạch 8 tháng đã gần như bắt kịp cùng kỳ (45.9% so với 46.2% của 8T 2025), so với khoảng cách 6.4 đpt tại thời điểm cuối T7. Số liệu của Bộ Tài chính cho kết quả tương đồng: giải ngân đến 31/08 đạt 510 nghìn tỷ VND, tương đương 49.8% kế hoạch Thủ tướng giao và cao hơn 3.5 đpt so với cùng kỳ – trong đó riêng nửa cuối T8 đóng góp 4.5 đpt, phản ánh mức độ tập trung rất cao vào giai đoạn cuối kỳ.

Chúng tôi cho rằng đà tăng tốc này đến từ việc các nút thắt nêu trong báo cáo tháng trước đã bớt căng thẳng, đặc biệt là giá nguyên vật liệu xây dựng. Đà tăng giá của nhóm cát và đá – vốn là điểm nghẽn nguồn cung của các dự án hạ tầng trọng điểm – đã chậm lại rõ rệt kể từ T7 sau khi tăng lần lượt 25.8% và 19.2% so với đầu năm, trong khi thép và xi măng gần như đi ngang. Bên cạnh đó, hoạt động giải ngân đầu tư công theo quy luật nhiều năm luôn dồn về nửa cuối năm khi thủ tục đầu tư và GPMB đã hoàn tất – tỷ lệ giải ngân/dự toán trong H2 giai đoạn 2022-2025 đạt bình quân 55%. Vì vậy, chúng tôi giữ nguyên dự báo tỷ lệ giải ngân đầu tư công cả năm 2026 đạt 90%-95% kế hoạch dự toán.

Biểu đồ 13: Giải ngân đầu tư công cải thiện trong tháng 8, kéo theo tỷ lệ hoàn thành 8 tháng đầu năm cải thiện svck

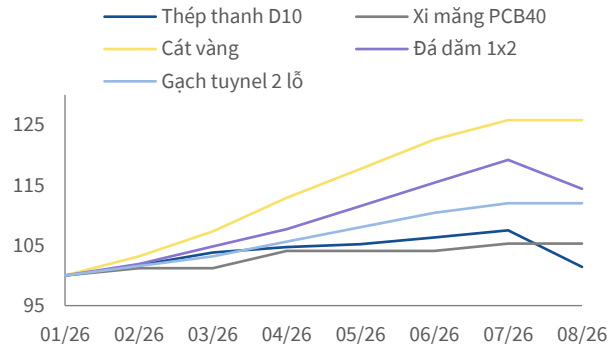
Nguồn vốn giải ngân đầu tư công 8 tháng đầu năm từ 2022-Nay [nghìn tỷ VND] và tỷ lệ hoàn thành kế hoạch [%]



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 14: Đà tăng giá của một số loại nguyên vật liệu xây dựng có dấu hiệu hạ nhiệt 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

Ghi chú: Hiện chỉ có tỉnh Đồng Nai cập nhật mức giá VLXD trong tháng 8, Mức giá tại thời điểm T1 2026 = 100 điểm pt

Bán lẻ duy trì tăng trưởng hai con số, sức mua thực cải thiện nhẹ nhờ nhóm dịch vụ và du lịch.

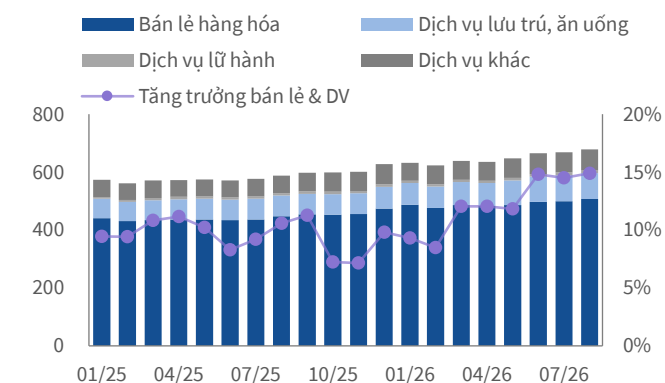
Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng T8 2026 đạt 680 nghìn tỷ VND (+1.6% MoM, +14.9% YoY). Tính chung 8T 2026, tổng mức bán lẻ đạt 5,236 nghìn tỷ VND (+13.3% YoY); nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực đạt 7.6% – nhỉnh hơn mức 7.5% của cùng kỳ 2025. Động lực tăng trưởng tiếp tục nghiêng về nhóm dịch vụ: doanh thu lưu trú, ăn uống đạt 670 nghìn tỷ VND (+16.4% YoY) và du lịch lữ hành đạt 68.7 nghìn tỷ VND (+17.1% YoY), đều tăng nhanh hơn đáng kể so với bán lẻ hàng hóa (+12.8% YoY).

Về du lịch, khách quốc tế đến Việt Nam trong T8 đạt gần 2 triệu lượt (+19.7% MoM, +18.4% YoY) – mức cao nhất kể từ đầu năm, đưa lũy kế 8T lên 15.9 triệu lượt (+14.4% YoY), tương đương 64% kế hoạch cả năm (25 triệu lượt). Tốc độ tăng đã cải thiện trở lại so với mức 13.8% YoY của 7T, xác nhận nhận định của chúng tôi trong báo cáo tháng trước về khả năng hồi phục của du lịch quốc tế khi bước vào mùa cao điểm từ giữa Q3. Đáng chú ý, lượng khách đến bằng đường bộ tăng 32% YoY và chiếm 15.5% tổng lượt khách, cho thấy sự dịch chuyển sang các thị trường khu vực trong bối cảnh chi phí vé máy bay còn neo cao theo giá nhiên liệu.

Đối với sức mua hàng hóa, TVS Research duy trì quan điểm thận trọng. Mức tăng danh nghĩa 13.3% YoY của 8T 2026 vẫn phần lớn phản ánh mặt bằng giá cao, trong khi tăng trưởng thực chỉ dao động trong vùng 7%-8% tương tự các năm gần đây. Cơ cấu tăng trưởng theo nhóm hàng trong T8 củng cố nhận định này: các nhóm tăng mạnh nhất là nhiên liệu (+25.9% YoY) và gỗ, vật liệu xây dựng (+24.8% YoY) – tức chủ yếu do yếu tố giá và nhu cầu xây dựng từ đầu tư công – trong khi nhóm ô tô, vốn nhạy cảm nhất với thu nhập khả dụng và chi phí vay, giảm 1.8% YoY. Chính sách tăng lương cơ bản 8% có hiệu lực từ 01/07 dự kiến hỗ trợ tiêu dùng thực rõ nét hơn trong Q4 2026.

Biểu đồ 15: Tăng trưởng bán lẻ hàng hóa & dịch vụ trong T8 2026 tiếp tục tăng mạnh, đạt 14.9% YoY

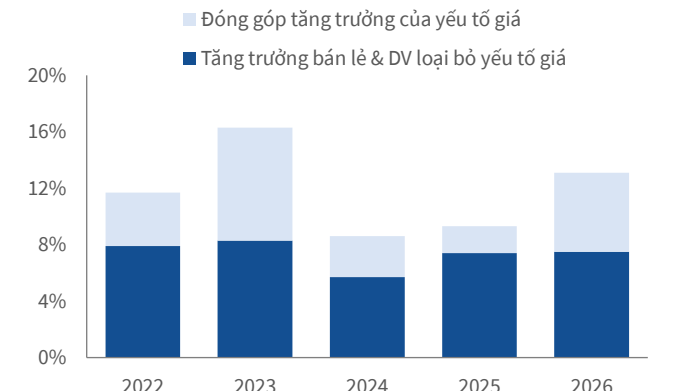
Doanh thu nhóm bán lẻ và DV [nghìn tỷ VND] và tăng trưởng [% YoY] hàng tháng từ T1 2025-Nay



Nguồn: GSO, TVS Research

Biểu đồ 16: Sức mua thực của người tiêu dùng trong 8 tháng đầu năm 2026 chỉ cải thiện nhẹ

Tăng trưởng bán lẻ & dịch vụ bao gồm yếu tố giá và loại bỏ yếu tố giá trong 8 tháng đầu năm từ 2022-Nay [% YoY]



Nguồn: GSO, TVS Research

Thị trường tiền tệ

Áp lực tỷ giá gần như không còn trong T8 khi tỷ giá tự do nổi rộng mức chiết khấu so với giá niêm yết tại NHTM.

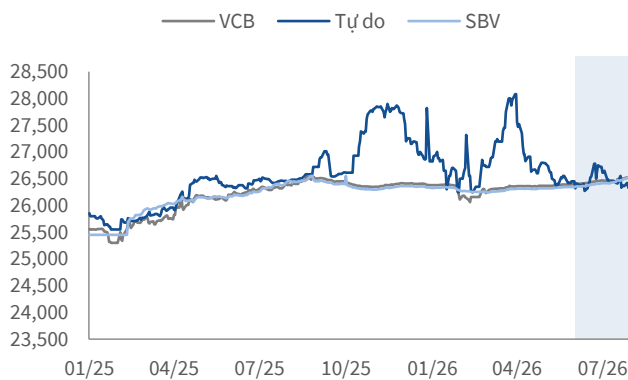
Tỷ giá USD/VND bán ra do Ngân hàng Nhà nước công bố cuối T8 đạt 26,840 VND/USD (+1.1% MoM, +1.9% YTD), trong khi giá bán tại VCB giảm về 26,260 VND/USD (-0.9% MoM, -0.4% YTD) và tỷ giá trên thị trường tự do giảm tiếp 1.5% MoM xuống 25,890 VND/USD (-3.5% YTD). Diễn biến đáng chú ý nhất là tỷ giá tự do hiện thấp hơn giá niêm yết tại NHTM 370 VND – nổi rộng từ mức chiết khấu 210 VND cuối T7 và đảo ngược hoàn toàn trạng thái thặng dư kéo dài trước đó (chênh lệch dương 443 VND tại cuối 2025 và có thời điểm lên tới 1,723 VND trong T3 2026).

Về phía đồng USD, chỉ số DXY bình quân T8 đạt 99.5 điểm, giảm từ mức 101 điểm của T7 và có thời điểm lùi về 98.8 điểm ngày 21/08. Fed không có kỳ họp chính sách trong tháng, song phát biểu của Chủ tịch Kevin Warsh tại hội nghị Jackson Hole ngày 28/08 mang hàm ý thắt chặt rõ rệt khi ông tái khẳng định mục tiêu lạm phát PCE 2% và cho rằng Fed vẫn còn thận trọng nếu lạm phát không hạ nhiệt đủ nhanh. DXY bật lại lên 99.7 điểm ngay sau đó và theo CME FedWatch, xác suất Fed tăng 25 đcb trong kỳ họp T9 đã tăng lên 60.4% từ mức khoảng 56% trước bài phát biểu.

TVS Research cho rằng mức độ mất giá của VND so với USD trong 8 tháng đầu năm 2026 đang trong tầm kiểm soát nhờ: (1) mức chênh lệch lãi suất giữa USD và VND được nổi rộng kể từ Q3 2025, và (2) nguồn cung ngoại tệ dồi dào từ vốn FDI giải ngân 17.3 tỷ USD trong 8T 2026 và dòng kiều hối thường tăng mạnh vào cuối năm. Rủi ro trong Q4 2026 nằm ở khả năng Fed tăng lãi suất trong T9, khi đó chênh lệch lãi suất VND-USD trên thị trường liên ngân hàng sẽ thu hẹp và làm giảm sức hấp dẫn của việc nắm giữ VND. Đến thời điểm cuối tháng 8, tỷ giá USD/VND bán ra tại NHNN tăng 1.5% so với cùng kỳ – nằm trong vùng dự báo của chúng tôi, do đó chúng tôi giữ nguyên quan điểm tỷ giá USD/VND tăng 1.5%-2% trong cả năm 2026.

Biểu đồ 17: Tỷ giá tự do tiếp tục giảm trong T8, xuống thấp hơn giá niêm yết tại NHTM 370 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 18: DXY lùi về vùng 98.8 điểm trong T8 trước khi bật lại sau phát biểu tại Jackson Hole

Chỉ số DXY từ T1 2025 - Nay [điểm]



Nguồn: WSJ, TVS Research

Đường cong lãi suất liên ngân hàng ổn định trong T8, trong khi tăng trưởng cán cân tín dụng – huy động lần đầu đảo chiều sau nhiều năm.

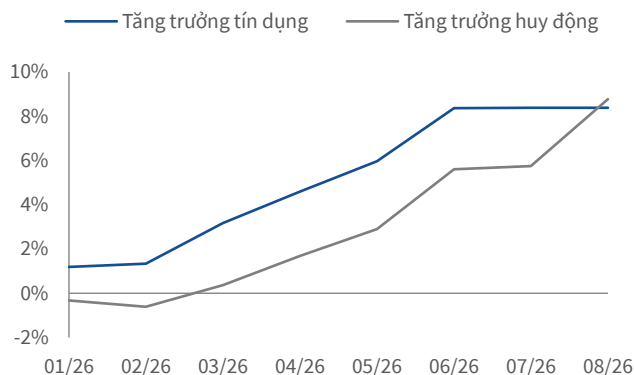
Lãi suất bình quân trên thị trường liên ngân hàng trong T8 (tính đến phiên 27/08) diễn biến phân hóa theo kỳ hạn: kỳ hạn qua đêm tăng nhẹ lên 4.4%/năm từ mức 4.1%/năm của T7 và kỳ hạn 1 tuần lên 5.4%/năm từ 5%/năm, trong khi các kỳ hạn dài hạ nhiệt rõ rệt – kỳ hạn 1 tháng giảm về 6.8%/năm và 3 tháng về 7.4%/năm (so với 7.1%/năm và 7.8%/năm trong T7). Đường cong phẳng lại cho thấy kỳ vọng về áp lực thanh khoản trung hạn đã giảm bớt. Ở chiều điều hành, NHNN đảo chiều bơm ròng 23.9 nghìn tỷ VND trong tháng sau khi hút ròng hơn 70 nghìn tỷ VND trong T7, với lãi suất chào thầu giữ nguyên 4.5%/năm ở tất cả kỳ hạn. Riêng phiên 28/08, NHNN bơm ròng thêm 36.3 nghìn tỷ VND và kéo lãi suất qua đêm rơi về 1.2%/năm.

Tính đến 22/08, theo Thứ trưởng Bộ Tài Chính huy động vốn VND tăng 8.8% YTD và lần đầu tiên sau nhiều năm vượt tốc độ tăng dư nợ tín dụng VND (8.38%) – giai đoạn 2021-2025, tín dụng tăng nhanh hơn huy động bình quân 3.8 đpt/năm và tạo ra mức chênh lệch tích lũy khoảng 2 triệu tỷ VND. Diễn biến này trực tiếp làm giảm rủi ro mà chúng tôi nêu trong báo cáo tháng trước về áp lực tăng lãi suất huy động, và đã bắt đầu phản ánh vào mặt bằng niêm yết khi lãi suất tiền gửi trực tuyến các kỳ hạn từ 6 tháng trở lên tại một số NHTM được điều chỉnh giảm 0.5-0.8 đpt trong nửa cuối T8.

Nguồn hỗ trợ thanh khoản chính vẫn đến từ ngân quỹ nhà nước. Kho bạc Nhà nước hiện duy trì khoảng 780 nghìn tỷ VND trong hệ thống ngân hàng, gồm 740 nghìn tỷ VND tiền gửi có kỳ hạn tại NHTM (tăng hơn 250 nghìn tỷ VND so với đầu năm) và 40 nghìn tỷ VND từ nghiệp vụ mua bán lại trái phiếu Chính phủ. Quyết định 1743/QĐ-NHNN có hiệu lực từ 01/08/2026 đến 31/07/2028 – nâng tỷ lệ tính tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào tỷ lệ LDR từ 20% lên 50% – đã khuếch đại tác động của nguồn vốn này lên dư địa cho vay của các NHTM, và Bộ Tài chính đang đề xuất tiếp tục nới trần, tiến tới bỏ hạn mức cụ thể từ 01/01/2027. Chúng tôi cho rằng mặt bằng lãi suất huy động sẽ đi ngang đến giảm nhẹ trong Q4 2026, đủ để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16%-17% cho cả năm. Rủi ro cần theo dõi là tính chất ngắn hạn của nguồn tiền gửi KBNN: ngân sách trung ương dự kiến vay thêm 220-280 nghìn tỷ VND từ ngân quỹ nhà nước rồi đến cuối năm, và việc rút vốn quy mô lớn có thể đảo chiều thanh khoản nhanh như giai đoạn T2-T3 2026 khi lãi suất qua đêm bình quân vọt lên 6.3%-6.6%/năm.

Biểu đồ 19: Tăng trưởng huy động lần đầu tiên bắt kịp tăng trưởng tín dụng sau nhiều năm

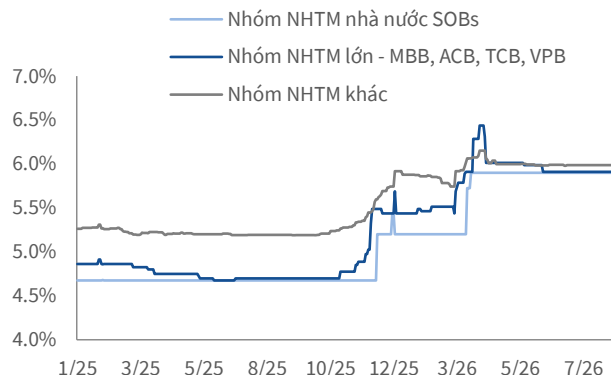
Tăng trưởng tín dụng YTD từ T1 2026-Nay [% YTD]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 20: Lãi suất huy động tại các NHTM tư nhân lớn giảm nhẹ

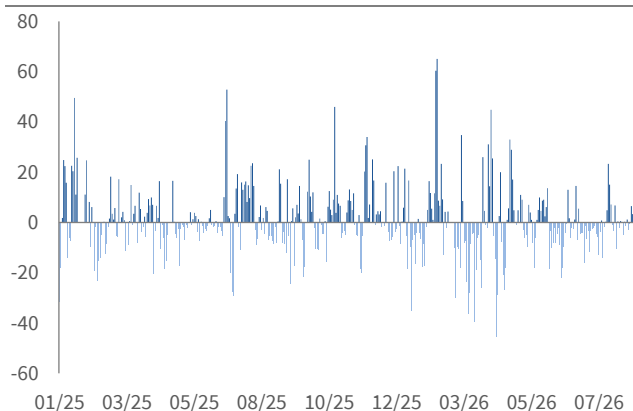
Lãi suất tiền gửi bình quân kỳ hạn 12 tháng của nhóm các NHTM [%/năm]



Nguồn: Wifeed, TVS Research

Biểu đồ 21: NHNN đảo chiều bơm ròng gần 24 nghìn tỷ VND trong T8 2026

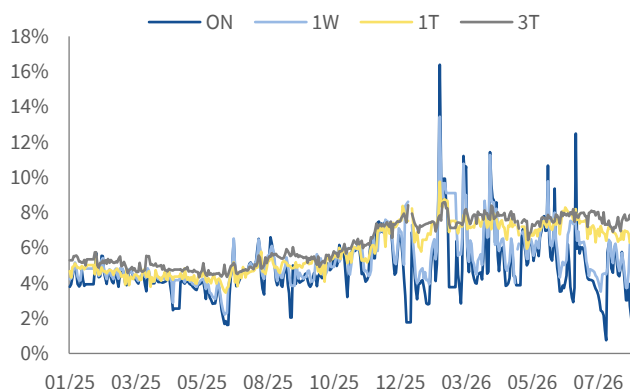
Khối lượng bơm (hút) tiền ròng hàng ngày từ T1 2025-Nay [nghìn tỷ VND]



Nguồn: FiinPro-X, TVS Research

Biểu đồ 22: Đường cong lãi suất LNH ổn định trong T8 khi các kỳ hạn dài hạ nhiệt

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%	10.5%
Tăng trưởng nhập khẩu	% YoY	26.5%	8.0%	-8.7%	16.7%	19.4%	11%
Tăng trưởng giải ngân đầu tư công	% YoY	-7.9%	19.8%	21.2%	3.3%	40.7%	40%
Tăng trưởng FDI thực hiện	% YoY	-1.2%	13.5%	3.5%	9.4%	8.9%	8%-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 9

Ngày	Sự kiện	Mức độ ảnh hưởng
03/09/2026	Việt Nam công bố số liệu kinh tế T8	Cao
04/09/2026	Mỹ công bố tỷ lệ thất nghiệp T8	Cao
11/09/2026	Mỹ công bố số liệu CPI T8	Cao
17/09/2026	Fed công bố quyết định điều hành lãi suất T9	Cao
18/09/2026	Nhật Bản – BOJ công bố quyết định điều hành lãi suất T9	Trung bình

Danh mục báo cáo đã phát hành

Loại báo cáo	Tiêu đề	Công ty/Ngành	Ngày phát hành
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường 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
Báo cáo thị trường	Báo cáo thị trường T4 2026	Thị trường	08/04/2026
Báo cáo vĩ mô	Báo cáo cập nhật vĩ mô T4 2026	Vĩ mô	08/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ MSH	MSH	29/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ DGW	DGW	23/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ PVD	PVD	22/04/2026
Báo cáo cập nhật	Báo cáo cập nhật ĐHCĐ TNG	TNG	22/04/2026

Tuyên bố miễn trừ

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

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

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

Hệ thống khuyến nghị

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

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

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

Hà Nội

Tầng 15, tòa nhà Harec
4A Láng Hạ, Phường Giảng Võ, Hà Nội
Phone: +84 (24) 7300 6588
Fax: +84 (24) 3248 4821

Hồ Chí Minh

Tầng 9, tòa nhà Bitexco Nam Long
63 Võ Văn Tần, Phường Xuân Hòa, Hồ Chí Minh
Phone: +84 (28) 7300 6588
Fax: +84 (28) 299 2088

Thông tin liên hệ

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU

Phạm Nguyên Long

Chuyên viên cao cấp
longpn@tvs.vn

Nguyễn Đức Anh

Chuyên viên
anhnd@tvs.vn

Tiêu Phan Thanh Quang

Chuyên viên cao cấp
quangtpt@tvs.vn

Nguyễn Văn Quang

Chuyên viên
quangnv@tvs.vn