

Áp lực lạm phát nóng trở lại

- Xuất khẩu duy trì đà tăng trưởng khi tăng 26% svck trong T8 và lũy kế 8T26 tăng 22.4% svck. Nhập siêu T8 thu hẹp chỉ còn 0.12 tỷ USD, thấp hơn đáng kể so với mức trung bình -2.7 tỷ USD/tháng trong 7T26.
- Lạm phát trong T8 nóng trở lại khi tăng 4.89% svck - mức cao nhất trong 3 tháng trở lại đây, dưới áp lực từ giá dầu tăng cao.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q3/26 ở mức 8.7% - 9% với động lực chủ yếu đến từ hoạt động sản xuất công nghiệp mạnh mẽ và đẩy mạnh giải ngân vốn đầu tư công.

Hoạt động thương mại sôi động, thâm hụt thương mại thu hẹp trong T8

Hoạt động xuất khẩu tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong T8 khi tăng 3.2% so với T7 và tăng 26% svck. Mặc dù cán cân thương mại trong T8 vẫn duy trì trạng thái nhập siêu, trị giá 0.12 tỷ USD – song mức này đã giảm mạnh 97% so với T7. Lũy kế 8 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu tăng 22.4% svck trong khi nhập khẩu tăng 35.3% svck. Hoạt động sản xuất công nghiệp tiếp tục duy trì đà tăng trưởng với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T8 tăng 11.4% svck. Cùng với đó, chỉ số PMI tăng lên mức cao nhất kể từ T2 tại 53.3 điểm trong T8, khi số lượng đơn đặt hàng mới tăng tháng thứ tư liên tiếp trong bối cảnh áp lực lạm phát hạ nhiệt và nhu cầu khách hàng phục hồi. Theo đó, sản lượng cũng ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong hơn hai năm, qua đó kéo dài chuỗi tăng tháng thứ 16 liên tiếp.

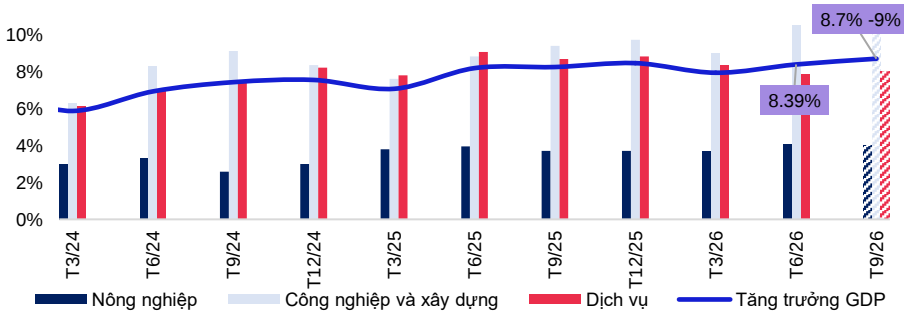
Áp lực lạm phát nóng trở lại dưới áp lực từ giá dầu tăng cao

Chỉ số CPI trong T8 ghi nhận mức tăng cao nhất trong 3 tháng trở lại đây khi tăng 4.89% svck. Đà tăng diễn ra chủ yếu được thúc đẩy bởi giá xăng dầu nội địa tăng theo giá thế giới. Cụ thể, căng thẳng Trung Đông nóng trở lại đã đẩy giá dầu Brent lên trên ngưỡng \$90/thùng trở lại trong T8, khiến giá dầu trung bình trong kỳ tăng 5.1% so với T7 và tăng 31% svck. Diễn biến này đã kéo theo việc trung bình giá xăng dầu nội địa trong T8 tăng 12.3% so với T7 và tăng 26% svck - mức tăng cao nhất kể từ T5. Theo đó, chỉ số giá nhóm giao thông trong kỳ ghi nhận mức tăng 8% svck (+4.36 điểm % so với T7), và gia tăng áp lực lên chỉ số CPI chung.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP Q3/26 ở mức 8.7% - 9%

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP Q3 sẽ ở mức 8.7% - 9% dựa trên các yếu tố: (1) Hoạt động sản xuất công nghiệp duy trì đà tăng trưởng tích cực với chỉ số IIP tăng 11.9% trong 8T26 - mức tăng cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. (2) Tốc độ giải ngân đầu tư công cải thiện khi mức giải ngân trong T7 + T8/2026 đã tăng mạnh 68.5% svck, và lũy kế 8T26 giải ngân hơn 509 nghìn tỷ đồng (+24.5% svck). (3) Dòng vốn FDI giải ngân tích cực (8T26 +12% svck). Song, vẫn còn những thách thức nhất định đối với nền kinh tế nước ta như: (1) Cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt hơn 20 tỷ USD trong 8T26; (2) Rủi ro lạm phát gia tăng khi mặt bằng giá năng lượng năm nay tăng mạnh; (3) Chính sách tiền tệ của các NHTW lớn có dấu hiệu đảo chiều khiến dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ của Việt Nam thu hẹp. Mới đây vào đầu T9, NHTW Châu Âu ECB đã tăng lãi suất 25 điểm cơ bản do áp lực lạm phát gia tăng.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng năm (% svck)



Nguồn: Cục thống kê, MBS Research

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Hien.tranthikhanh@mbs.com.vn

Chuyên viên phân tích

Đinh Hà Anh

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

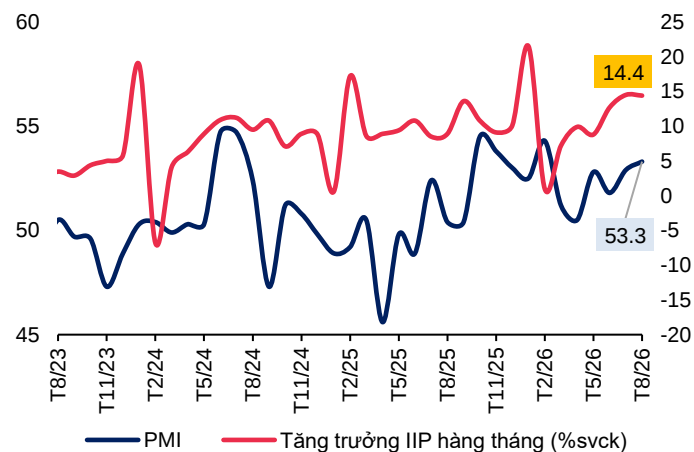
Áp lực lạm phát nóng trở lại

Hoạt động sản xuất công nghiệp mạnh mẽ

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 8 tăng 1.5% so với tháng trước và tăng 14.4% svck. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 14.6% svck khi được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng mạnh của một số ngành như: sản xuất thiết bị điện (+40.8% svck); sửa chữa, bảo dưỡng & lắp đặt máy móc thiết bị (+31.2% svck); sản xuất kim loại (+22.5% svck). Bên cạnh đó, ngành khai khoáng trong T8 cũng tăng trưởng tích cực khi tăng 18.5% svck - mức cao nhất trong gần 1 năm trở lại đây. Trong 8 tháng đầu năm 2026, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 11.9% svck – mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. Trong đó, ngành chế biến chế tạo tăng 12.5% svck, cao hơn so với mức 10% của cùng kỳ năm trước.

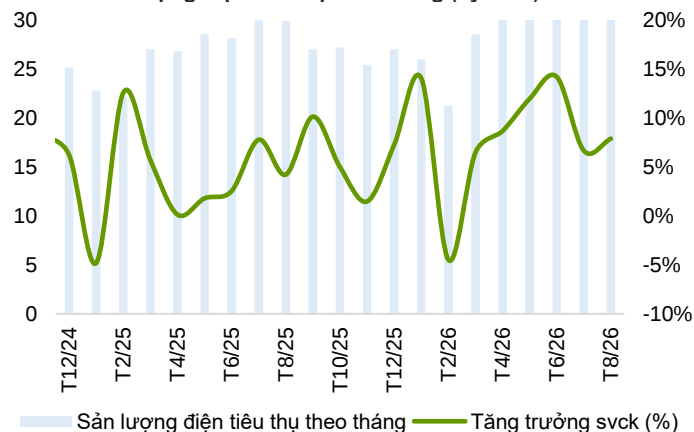
Bên cạnh đó, chỉ số PMI cũng duy trì đà tăng tháng thứ ba liên tiếp khi tăng lên mức cao nhất kể từ T2 tại 53.3 điểm trong T8. Đà phục hồi của chỉ số PMI diễn ra khi số lượng đơn đặt hàng mới tăng tháng thứ tư liên tiếp trong bối cảnh áp lực lạm phát hạ nhiệt và nhu cầu khách hàng phục hồi. Theo đó, sản lượng cũng ghi nhận mức tăng mạnh nhất trong hơn hai năm, qua đó kéo dài chuỗi tăng tháng thứ 16 liên tiếp. Tuy nhiên, số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới T8 ghi nhận mức giảm nhẹ lần đầu tiên trong bốn tháng trong bối cảnh bất ổn địa chính trị nóng trở lại. Việc căng thẳng địa chính trị leo thang đã đẩy giá dầu và theo đó là chi phí các sản phẩm phái sinh như nhiên liệu, nhựa và chi phí vận chuyển tăng trong kỳ. Tuy nhiên, tốc độ tăng chi phí đầu vào vẫn đang ở mức thấp của 11 tháng và giá cả đầu ra cũng tăng chậm hơn.

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



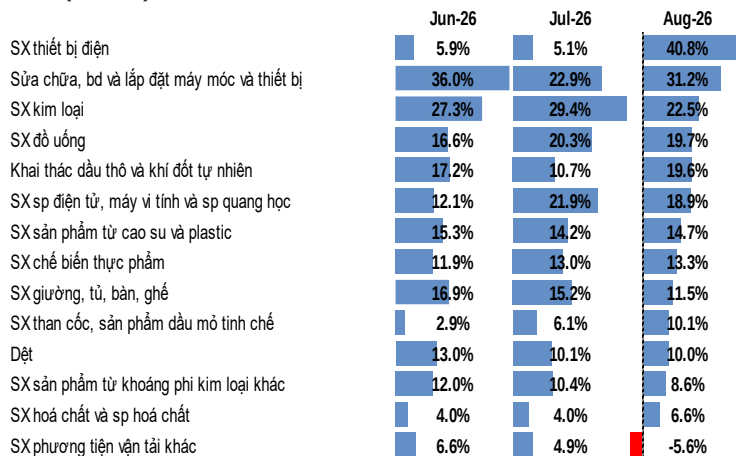
Nguồn: Cục Thống kê, S&P Global, MBS Research

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



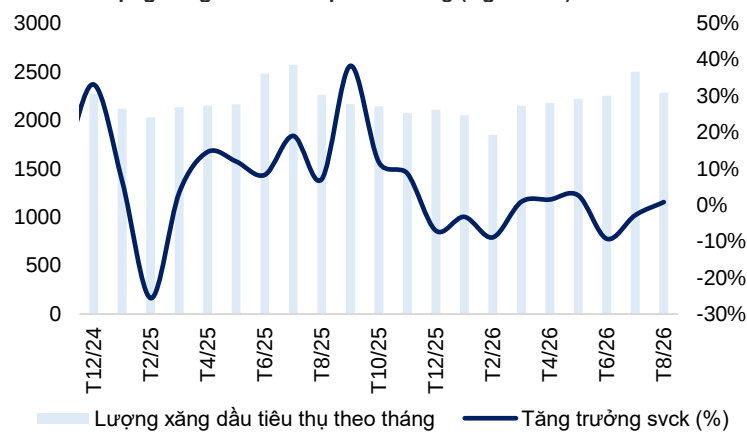
Nguồn: EVN, MBS Research

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



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

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

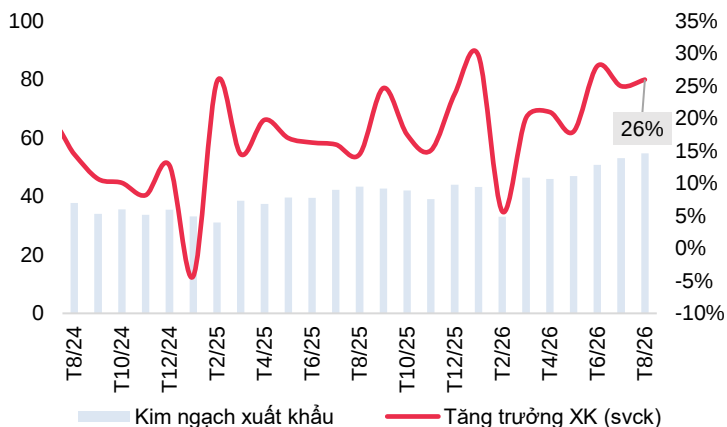


Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Hoạt động xuất khẩu tích cực giúp thâm hụt thương mại thu hẹp trong tháng 8

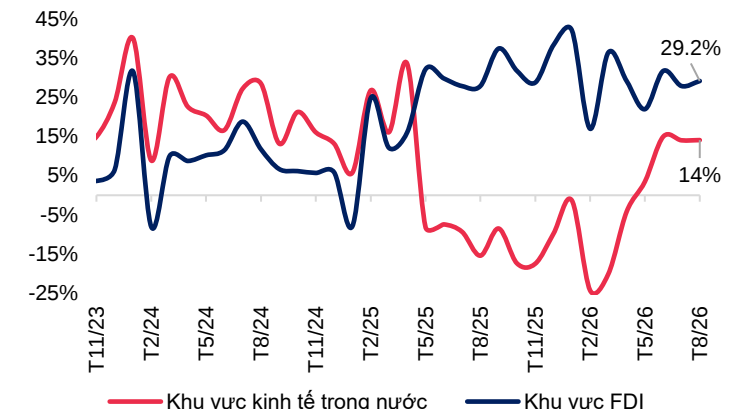
Kim ngạch xuất khẩu T8 đạt 54.79 tỷ USD - tăng 3.2% so với tháng trước, và tăng 26% svck. Mức tăng này được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Sắt thép (+98% svck); hóa chất (+88.2% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+55.9% svck). Trong đó, giá trị xuất khẩu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt gần 44.3 tỷ USD (+29.2% svck) - chiếm 80.8% tổng kim ngạch xuất khẩu trong tháng. Khu vực kinh tế trong nước ghi nhận mức tăng trưởng dương tháng thứ tư liên tiếp khi tăng 14.1% svck, với giá trị xuất khẩu đạt gần 10.5 tỷ USD - chiếm 19.2% tổng kim ngạch.

Hình 6: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa các tháng (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

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



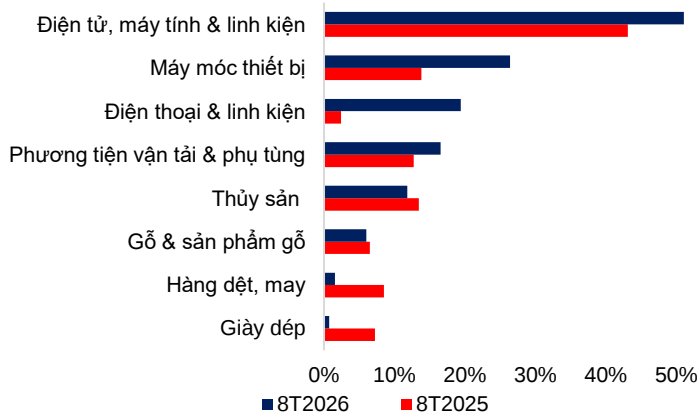
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Lũy kế 8 tháng đầu năm, kim ngạch xuất khẩu đạt 374.84 tỷ USD (+22.4% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Hóa chất (+57.6% svck); chất dẻo nguyên liệu (+52.9% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+51.1% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm như: gạo (-10.8% svck); cà phê (-8.6% svck); cao su (-5.1% svck). Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 122 tỷ USD (+23.2% svck). Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 54.2 tỷ USD, tăng 29.4% svck – cao hơn nhiều so với mức tăng 9.2% của cùng kỳ năm ngoái. Bên cạnh đó, xuất khẩu sang EU tăng 19.7% svck, đạt gần 44.3 tỷ USD.

Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ghi nhận mức giảm theo tháng lần đầu tiên trong 6 tháng khi giảm 3.1% so với T7 về mức 54.91 tỷ USD. Trong đó, một số mặt hàng ghi nhận mức giảm đáng kể như: Phân bón (-39.8%); than đá (-25.8%); ô tô (-17.5%). So với cùng kỳ, kim ngạch nhập khẩu T8 tăng 37.9% và lũy kế 8 tháng đầu năm tăng 35.3%, đạt 395.3 tỷ USD. Trong đó, nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: Xăng dầu (+78.3% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+68.3% svck); sản phẩm khác từ dầu mỏ (+53.7% svck). Các mặt hàng liên quan đến xăng dầu ghi nhận đà tăng trưởng mạnh, được thúc đẩy nhờ giá năng lượng thế giới neo ở mức cao. Bên cạnh đó, nhóm máy tính, linh kiện điện tử, máy móc thiết bị vẫn duy trì đà tăng mạnh nhằm phục vụ hoạt động sản xuất, đầu tư trong nước. Về thị trường, Trung Quốc là thị trường nhập khẩu lớn nhất của nước ta (chiếm 41% tổng kim ngạch nhập khẩu) với kim ngạch ước đạt 161.9 tỷ USD (+37.3% svck). Kim ngạch nhập khẩu từ Hàn Quốc tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi tăng 54.1% svck (cùng kỳ năm ngoái tăng 5.8%). Ngoài ra, kim ngạch nhập khẩu từ Mỹ cũng tăng trưởng tích cực ở mức 26.8% svck, đạt 15.4 tỷ USD.

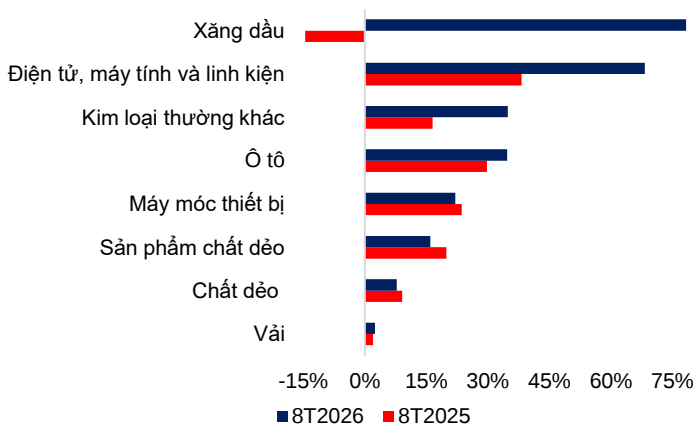
Theo đó, cán cân thương mại hàng hóa tiếp tục nhập siêu tháng thứ 9 liên tiếp, song đã giảm mạnh 97% so với mức nhập siêu của T7 khi giảm về mức 0.12 tỷ USD trong T8. Lũy kế 8T2026, cán cân thương mại hàng hóa thâm hụt 20.46 tỷ USD (cùng kỳ năm ngoái thặng dư 14.02 tỷ USD).

Hình 8: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



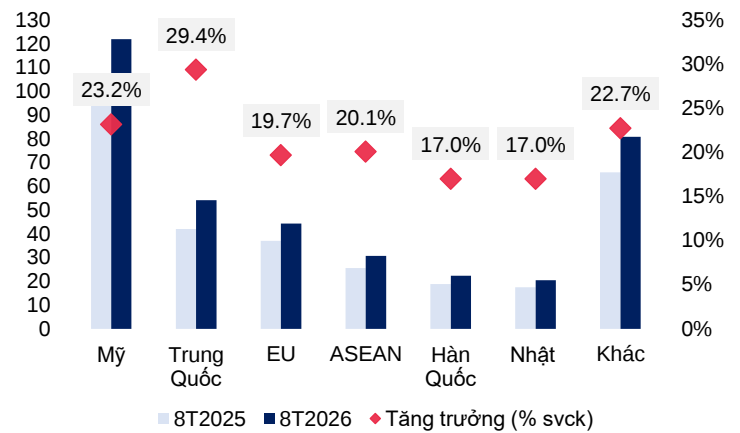
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

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



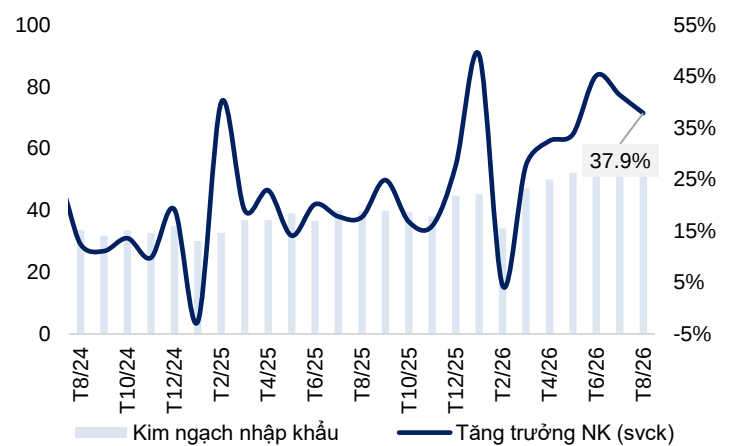
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 9: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 8T2026 (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 11: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa các tháng (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Từ ngày 24/7, Mỹ đã chính thức áp thuế 12.5% đối với hàng hóa Việt Nam (theo Mục 301 liên quan về lao động cưỡng bức) để thay thế mức thuế toàn cầu tạm thời 10% (theo Mục 122). Song, mức ảnh hưởng lên triển vọng tăng trưởng xuất khẩu được đánh giá là tương đối hạn chế khi các đối thủ cạnh tranh chính của nước ta như Trung Quốc, Thái Lan và Ấn Độ cũng chịu cùng mức thuế. Đồng thời, phần lớn các mặt hàng xuất khẩu chủ đạo của Việt Nam sang Mỹ như hàng điện tử, máy móc, ... vẫn được miễn trừ thuế. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng rằng xuất khẩu vẫn sẽ duy trì mức tăng trưởng 2 chữ số tới cuối năm nay, nhờ: (1) Theo WTO và WB, tăng trưởng thương mại toàn cầu trong năm nay dự kiến sẽ tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu đầu tư vào AI; (2) Việt Nam vẫn đang tiếp tục đẩy mạnh chiến lược đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang các thị trường như: EU, Hàn Quốc, và thúc đẩy đàm phán các FTAs với các thị trường mới. Tuy vậy, áp lực lên hoạt động xuất khẩu vẫn còn khi nhu cầu thế giới có thể sẽ suy yếu trong bối cảnh lạm phát toàn cầu gia tăng dưới áp lực giá năng lượng neo ở mức cao trong thời gian dài. Thêm vào đó, rủi ro bị Mỹ áp thêm thuế vẫn hiện hữu khi Việt Nam vẫn đang đối mặt hai cuộc điều tra Mục 301 khác về sở hữu trí tuệ và dư thừa công suất cơ cấu. Dựa vào các yếu tố trên, **chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu sẽ dao động trong khoảng 22.5% - 24% trong năm 2026.**

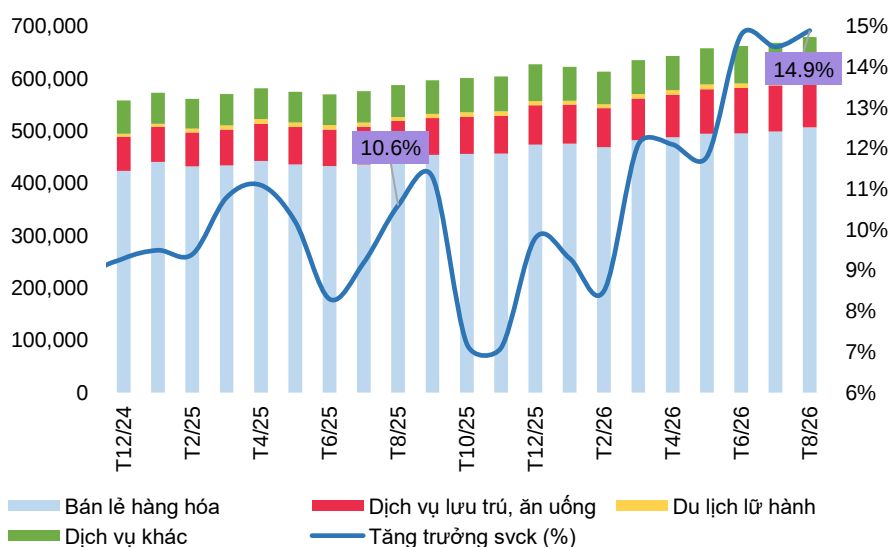
Mức tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu đến cuối năm được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt về cuối năm khi khối lượng nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu trong các tháng đầu năm sẽ chuyển hóa thành hàng hóa khi bước vào mùa cao điểm sản xuất, xuất khẩu trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, mức tăng trưởng của nhập khẩu trong năm nay dự kiến vẫn sẽ ở mức cao trong bối cảnh: (1) Chi phí vận chuyển tăng mạnh do giá dầu neo ở mức cao làm tăng giá cả hàng hóa. Giá dầu Brent trung bình được dự báo sẽ dao động trong khoảng 85 USD/thùng trong năm nay (trong khi giá dầu Brent trung bình trong năm 2025 chỉ ở mức 68.7 USD/thùng). (2) Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục xu hướng tăng nhập khẩu hàng hóa từ Mỹ để thu hẹp mức thặng dư thương mại với nước này. (3) Nhu cầu nhập khẩu máy móc thiết bị, dây chuyền công nghệ dự kiến sẽ tiếp tục tăng mạnh nhằm phục vụ cho mở rộng sản xuất, đầu tư hạ tầng. Do đó, **chúng tôi cho rằng nhập khẩu sẽ tăng 30 - 32% trong năm 2026**. Theo đó, thâm hụt thương mại năm 2026 ước khoảng 10 - 12 tỷ USD.

Tăng trưởng tiêu dùng nội địa duy trì đà tăng, song sức mua thực tế chưa thực sự cải thiện

Trong tháng 8, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 1.6% so với tháng trước và tăng 14.9% svck - đánh dấu tháng thứ sáu liên tiếp có mức tăng trưởng hai chữ số. Lũy kế từ đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13.3% svck. Tuy vậy, mức tăng trưởng này phần lớn vẫn được thúc đẩy bởi yếu tố giá do nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực tế trong 8 tháng đầu năm chỉ tăng 7.6% svck - gần như đi ngang so với mức 7.5% của 7T26, và thấp hơn so với mức tăng trung bình ~8.5% của giai đoạn trước đại dịch Covid-19.

Trong 8 tháng đầu năm, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 12.8% svck; doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 16.4% và doanh thu du lịch lữ hành tăng 17.1% svck. Sự phục hồi của dịch vụ tiêu dùng có phần đóng góp không nhỏ nhờ khách du lịch quốc tế. Các chính sách thị thực thuận lợi, các chương trình hợp tác du lịch, sự đổi mới mạnh mẽ trong công tác quảng bá và xúc tiến du lịch, đã giúp Việt Nam thu hút 1.99 triệu lượt khách quốc tế trong T8 (+18.4% svck). Theo đó, lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong 8 tháng đầu năm đạt 15.9 triệu lượt người (+14.4% svck) - hoàn thành 64% mục tiêu đón 25 triệu lượt khách quốc tế trong năm 2026 của ngành du lịch.

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



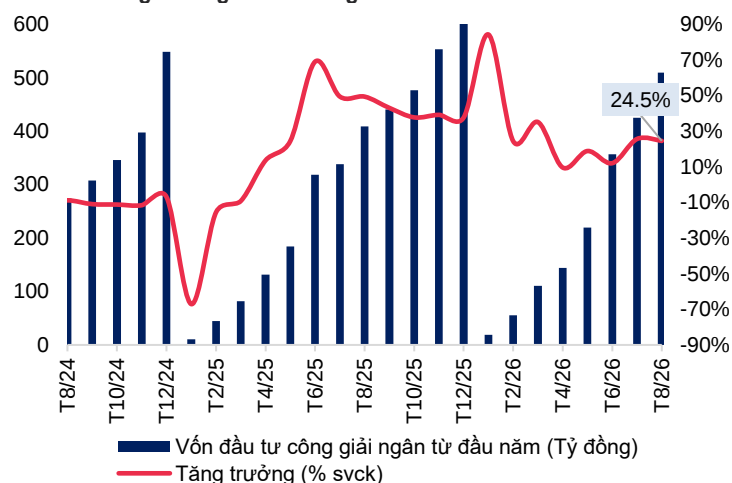
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Tốc độ giải ngân vốn đầu tư công giải ngân dần tăng tốc

Trong tháng 8, vốn FDI đăng ký cấp mới có dấu hiệu chậm lại khi giảm 33% svck - mức tăng trưởng âm đầu tiên trong năm nay, đạt 0.67 tỷ USD. Trong khi đó, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân trong tháng 8 vẫn duy trì đà tăng trưởng hai chữ số tháng thứ ba liên tiếp khi tăng 13.9% svck, đạt 2.05 tỷ USD. Tính chung trong 8T2026, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 21.72 tỷ USD (+96.8% svck). Trong khi vốn FDI giải ngân đạt 17.25 tỷ USD (+12% svck). Trong đó, công nghiệp chế biến chế tạo đạt 14.24 tỷ USD (chiếm khoảng 82.6% tổng vốn đầu tư), trong khi hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 1.29 tỷ USD (chiếm 7.5%), và gần 623 triệu USD cho sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí (chiếm khoảng 3.6%). Theo đó, tổng vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam (bao gồm: Vốn đăng ký cấp mới, vốn đăng ký điều chỉnh và giá trị góp vốn, mua cổ phần) trong 8 tháng đầu năm 2026 đạt 40.63 tỷ USD, tăng 55.4% svck.

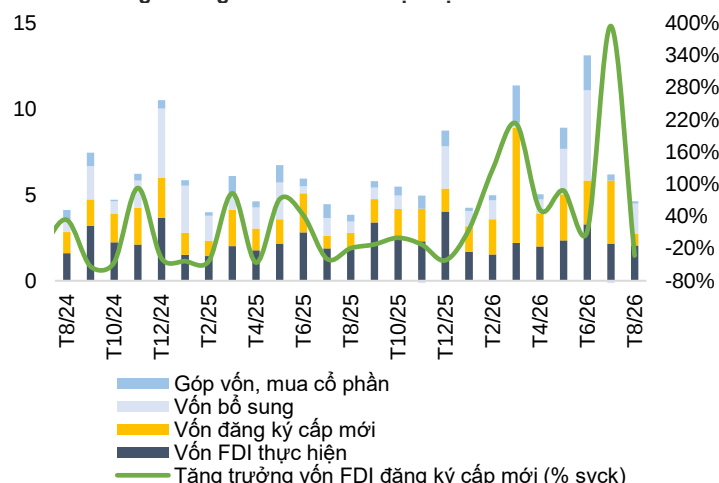
Theo số liệu của Bộ Tài Chính, số vốn đầu tư công giải ngân trong T8 ước đạt hơn 84.2 nghìn tỷ đồng - gấp hơn 1.2 lần so với mức giải ngân trong T7, và tăng 19.2% svck. Lũy kế 8 tháng đầu năm, vốn đầu tư công giải ngân đạt hơn 509.5 nghìn tỷ đồng (+24.5% svck) - hoàn thành 49.1% kế hoạch năm và 49.8% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. So với cùng kỳ năm 2025, kết quả giải ngân cao hơn khoảng hơn 100.3 nghìn tỷ đồng về số tuyệt đối và 3.5 điểm phần trăm về tỷ lệ.

Hình 13: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài Chính, MBS Research

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



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Lạm phát tăng trở lại lên tiệm cận mức 5% dưới áp lực từ giá dầu

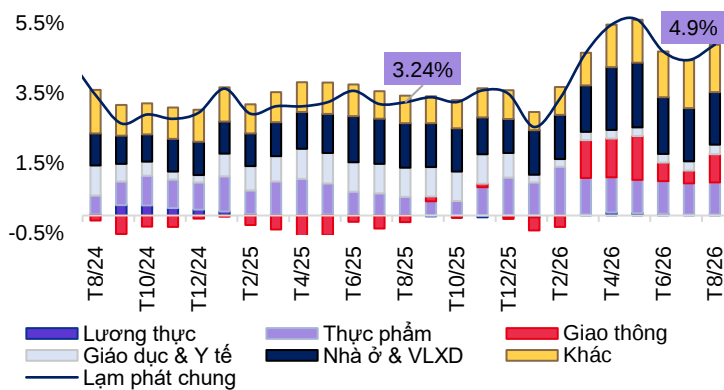
Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong T8 tăng 0.47% so với tháng trước, và tăng 4.89% svck - là mức tăng cao nhất trong 3 tháng trở lại đây dưới áp lực chủ yếu từ giá xăng dầu tăng theo giá thế giới. Cụ thể, căng thẳng Trung Đông nóng trở lại đã đẩy giá dầu Brent lên trên ngưỡng \$90/thùng trở lại trong T8, qua đó khiến giá dầu trung bình trong kỳ tăng 5.1% so với T7 và tăng 31% svck. Diễn biến này đã kéo theo việc trung bình giá xăng dầu nội địa trong T8 tăng 12.3% so với T7 và tăng 26% svck - mức tăng cao nhất kể từ T5. Theo đó, chỉ số giá nhóm giao thông trong kỳ ghi nhận mức tăng 8% svck (+4.36 điểm % so với T7), và gia tăng áp lực lên chỉ số CPI chung.

Tính chung trong 8 tháng đầu năm, CPI tăng 4.45% svck (cùng kỳ năm ngoái tăng 3.25%). Các yếu tố chính đóng góp vào mức tăng của CPI bình quân bao gồm: (1) Chỉ số giá nhóm hàng ăn & dịch vụ ăn uống tăng 4.8%, chủ yếu do: giá thịt lợn tăng 4.5% do nguồn cung hạn chế trong dịp Lễ, Tết và chi phí chăn nuôi ở mức cao; giá ăn uống ngoài gia đình tăng 7.1% do chi phí nguyên liệu và dịch vụ tăng. (2) Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng 13.4% do giá vật liệu xây dựng và nhu cầu xây dựng

tăng. (3) Giá điện sinh hoạt tăng 4.8% svck do nhu cầu sử dụng điện tăng. (4) Giá nhóm giao thông tăng 5.4% chủ yếu do giá xăng dầu tăng mạnh kể từ T3. Lũy kế từ đầu năm, lạm phát cơ bản tăng 4.2% svck.

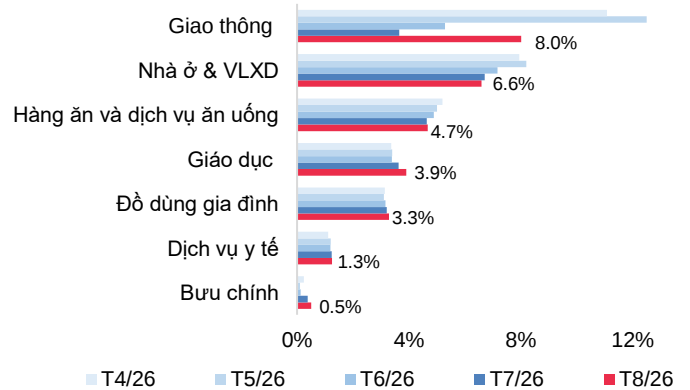
Chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều áp lực lên lạm phát trong 4 tháng còn lại của năm, bao gồm: (1) Giá dầu thế giới đã rục rịch tăng trở lại từ nửa cuối T7 và thậm chí đã tăng lên mức cao nhất 4 tháng tại 107 USD/thùng vào đầu T9 (+77% YTD) trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông tiếp tục leo thang. Là quốc gia nhập khẩu năng lượng ròng, việc giá dầu thế giới neo ở mức cao sẽ gây áp lực đáng kể lên giá xăng dầu nội địa. (2) Giá VLXD sẽ tăng do nhu cầu triển khai các công trình hạ tầng và BĐS dân cư tăng mạnh, trong đó giá thép được dự báo tăng 7% svck; (3) Các quy định về thu thuế các hộ kinh doanh phần nào sẽ tác động đến giá cả đến tay người tiêu dùng. (4) Các tác động của yếu tố tỷ giá và tăng trưởng tín dụng tăng mạnh trong năm 2025 sẽ dần phản ánh vào giá cả hàng hóa của năm 2026. Theo đó, chúng tôi dự báo CPI bình quân năm 2026 có thể tăng 4% - 4.5% svck.

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



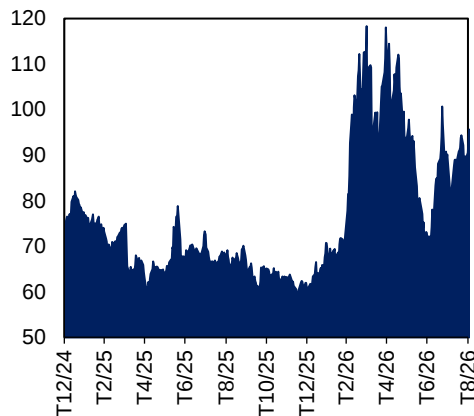
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

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



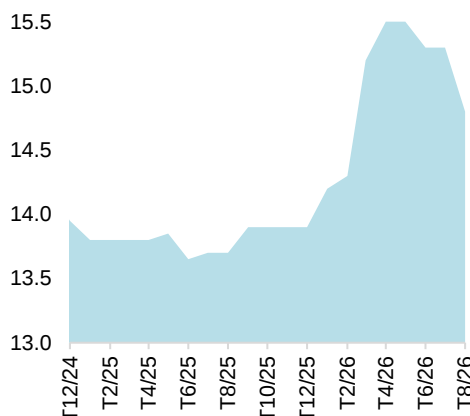
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 17: Giá dầu Brent (USD/thùng)



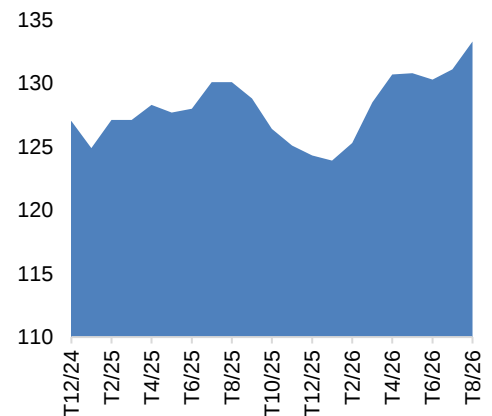
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 18: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 19: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

Lãi suất huy động duy trì đà tăng giúp tốc độ huy động vốn cải thiện

Lãi suất qua đêm chạm đáy 1.2% trước khi tăng trở lại lên mức 7% vào cuối kỳ do yếu tố mùa vụ

Sau 2 tháng hút ròng, NHNN đã bơm ròng trở lại trong T8. Cụ thể, trong kỳ, NHNN bơm gần 232.7 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO (gấp hơn 2 lần so với T7), kỳ hạn 7 - 91 ngày và lãi suất 4.5%. Trong khi đó, lượng OMO đáo hạn đạt gần 168 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã bơm ròng hơn 64.7 nghìn tỷ đồng trong kỳ. Qua đó đưa lượng OMO lưu hành trong hệ thống lên mức hơn 237.2 nghìn tỷ đồng (+38% so với cuối T7). Động thái bơm ròng của NHNN đã giúp lãi suất liên NH kỳ hạn qua đêm duy trì đà giảm ổn định từ đầu tháng, thậm chí đã chạm

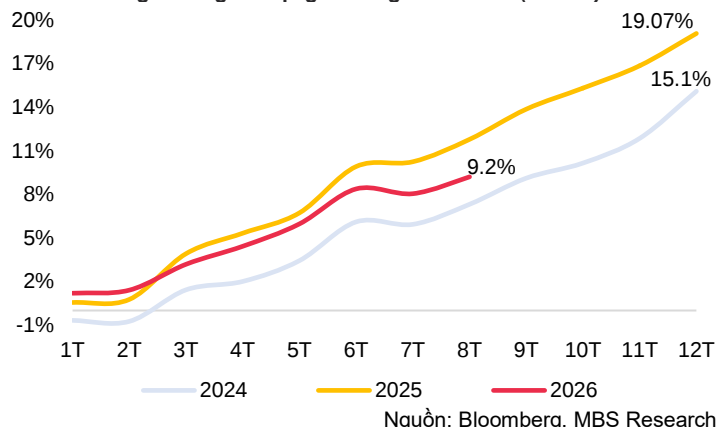
đáy 1 tháng tại 1.2% vào phiên ngày 27/8. Đến ngày cuối tháng, lãi suất qua đêm đảo chiều tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ cuối T6 tại 7%. Tuy nhiên, đà tăng này được cho là mang tính chất mùa vụ khi áp lực thanh khoản thường có xu hướng gia tăng trước những kỳ nghỉ lễ dài. Số liệu cập nhật đến ngày 15/9, lãi suất qua đêm đã hạ nhiệt trở lại về vùng 4%. Đối với các kỳ hạn 1 tuần - 1 tháng, lãi suất hiện dao động trong khoảng 4.8% - 6.2%. Trong khi lãi suất kỳ hạn 6 tháng ở mức 8.2%.

Lãi suất tiền gửi duy trì xu hướng tăng giúp tốc độ huy động vốn cải thiện

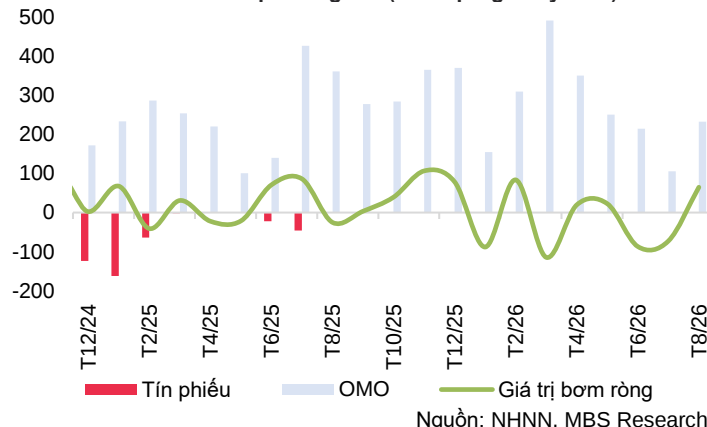
Đà tăng của lãi suất huy động tiếp tục duy trì trong T8 khi có 7 trong số 16 ngân hàng chúng tôi theo dõi ghi nhận điều chỉnh tăng lãi suất với mức tăng từ 0.1 - 0.5 điểm phần trăm ở các kỳ hạn 6 - 24T. Nhờ mặt bằng lãi suất neo ở mức cao, tốc độ huy động vốn tiếp tục cải thiện và tăng nhanh hơn tăng trưởng tín dụng trong T8. Tính đến ngày 18/8, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 0.2% so với cuối T7, trong khi huy động tăng tới 1%. Dù vậy, mức chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vẫn tiếp tục duy trì khi so với cuối năm 2025, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 9.2%, trong khi huy động vốn mới chỉ tăng 7.37%. Do đó, vẫn phần nào gây áp lực lên mặt bằng lãi suất.

Dựa trên dữ liệu khảo sát thực tế đối với các chương trình lãi suất ưu đãi, đến cuối T8, lãi suất kỳ hạn 6T cao nhất ở mức 9.1% cho mức tiền gửi 500 triệu đối với hình thức gửi online. Đối với kỳ hạn 12T, SHB là ngân hàng có lãi suất huy động 12T cao nhất ở mức 9.1%/năm. Trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier 1 đến cuối T8 tăng nhẹ 1 điểm cơ bản so với cuối T7 lên mức 8.35% (+259 điểm cơ bản so với đầu năm); trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier-2 tăng 25 điểm cơ bản trong kỳ lên mức 8.45% (+259 điểm cơ bản so với đầu năm). Theo đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của các NHTM đến cuối kỳ ở mức 8.4% (+259 điểm cơ bản so với đầu năm).

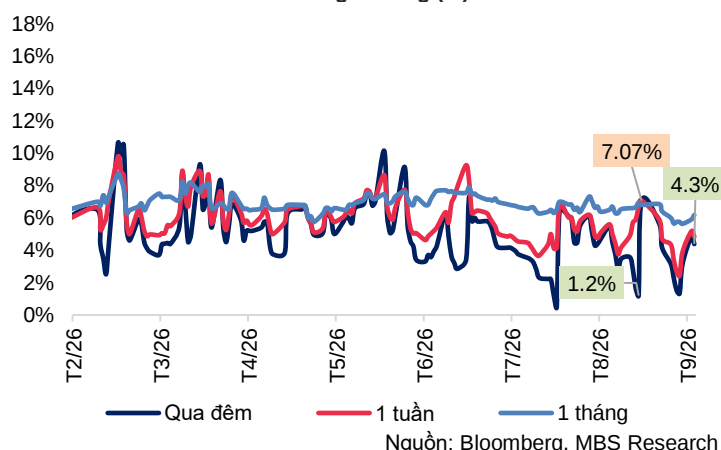
Hình 20: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành kinh tế (% YTD)



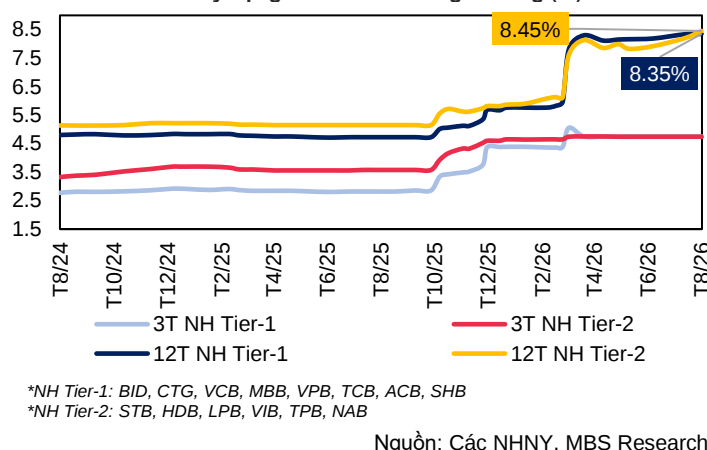
Hình 21: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: Nghìn tỷ VND)



Hình 22: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng (%)



Hình 23: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%)



Tỷ giá USD/VND hạ nhiệt tháng thứ tư liên tiếp

Chỉ số DXY suy giảm trong T8 khi cơn sốt đồn đoán về khả năng Fed tăng lãi suất hạ nhiệt

Chỉ số DXY trong T8 nhìn chung dao động trong biên độ hẹp quanh vùng 99 - 100, và kết tháng ở mức 99.19 (-0.7% so với cuối T7). Chỉ số DXY suy giảm trong kỳ chủ yếu do dữ liệu kinh tế Mỹ yếu hơn kỳ vọng. Cụ thể: báo cáo việc làm T7 bất ngờ ghi nhận tín hiệu suy yếu với mức giảm 23 nghìn việc làm (so với dự báo tăng khoảng 80 nghìn việc); doanh số bán lẻ T7 cũng không đạt kỳ vọng khi giảm 0.6% so với tháng trước. Trong khi đó, áp lực lạm phát có dấu hiệu dịu bớt với chỉ số CPI lõi tăng 2.5% svck - thấp hơn mức 2.6% của T6, và PCE lõi đi ngang so với mức của T6 khi tăng 3.3% svck. Trong bối cảnh này, kỳ vọng của thị trường về khả năng Fed tăng lãi suất trong cuộc họp T9 chỉ còn khoảng 50% ở thời điểm cuối T8 - giảm mạnh so với mức 70% ở đầu tháng. Song song với đó, vào ngày 19/8, Bộ Tài chính Mỹ tuyên bố tăng gấp đôi quy mô mua lại trái phiếu kho bạc kỳ hạn dài hạn nhằm kiềm chế đà tăng của lợi suất trái phiếu. Lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ đã tăng mạnh trong gần hai tháng qua, đặc biệt ở các kỳ hạn dài do lo ngại về mức nợ công khổng lồ của Mỹ. Trong đó, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 30 năm đã đạt mức cao nhất trong 19 năm tại 5.34% vào ngày 18/8; lợi suất kỳ hạn 10 năm cũng neo ở mức cao nhất trong 19 tháng tại 4.75%. Sau thông báo của Bộ Tài chính Mỹ, lợi suất TPCP đã lập tức giảm từ 6 - 9 điểm cơ bản, qua đó cũng gây áp lực giảm lên DXY.

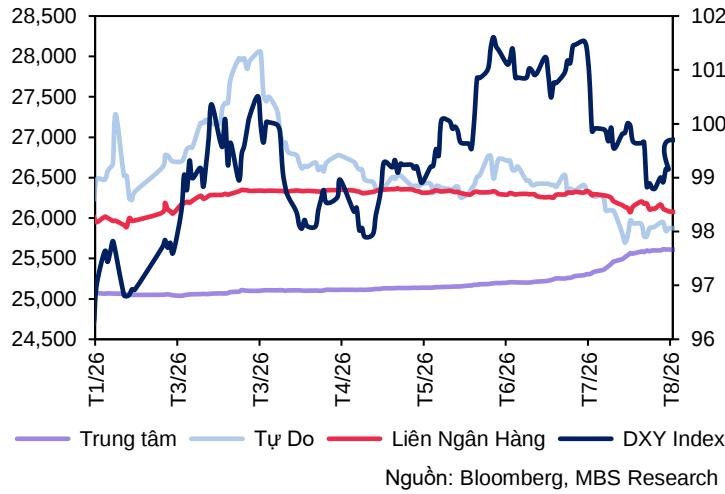
Tỷ giá USD/VND ghi nhận tháng giảm thứ tư liên tiếp

Đà giảm của đồng USD, cùng với việc thâm hụt thương mại trong T8 giảm mạnh 97% so với T7 đã giúp tỷ giá USD/VND tiếp tục hạ nhiệt tích cực trong kỳ. Cụ thể, tỷ giá USD/VND liên NH đến cuối T8 ở mức 26,083 VND/USD (-0.7% YTD) - giảm 0.8% so với cuối T7, qua đó đánh dấu tháng giảm thứ 4 liên tiếp. Cùng với đó, tỷ giá tự do cũng giảm mạnh 1.5% trong tháng về mức 25,875 VND/USD (-3.9% YTD). Dù giá vàng thế giới trong T8 đã bật tăng lên mức cao nhất kể từ đầu T5, dao động quanh mức 4,600 USD/ounce (+14% sv cuối T7) khi lợi suất trái phiếu Mỹ và chỉ số DXY suy yếu, tỷ giá tự do vẫn duy trì đà giảm tháng thứ hai liên tiếp nhờ chênh lệch giá vàng giữa trong nước và quốc tế được duy trì ở mức thấp khi việc kiểm soát vàng nhập lậu được thực hiện tốt hơn. Trước đây ở giai đoạn đầu năm, giá vàng trong nước và thế giới chênh lệch lên tới 20-30 triệu đồng/lượng, tuy nhiên đến nay, mức chênh lệch chỉ vào khoảng 7 - 8 triệu đồng/lượng. Ở chiều ngược lại, tỷ giá trung tâm tăng 1% so với cuối T7 lên mức 25,610 VND/USD (+0.9% YTD).

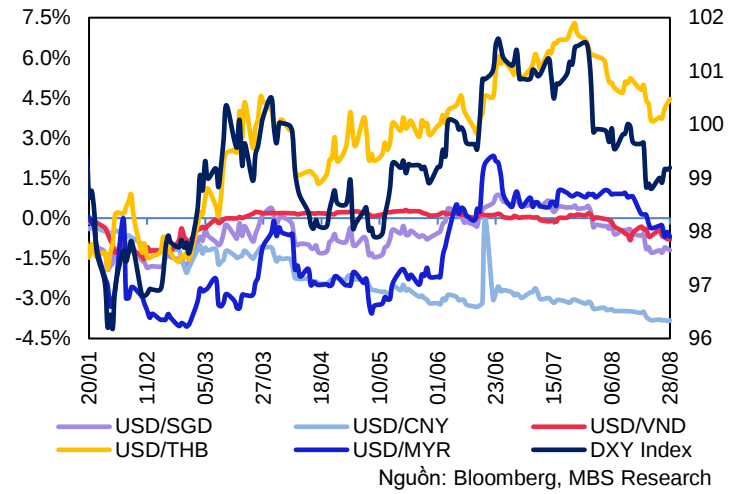
Mặc dù đồng nội tệ duy trì vị thế khá ổn định trong thời gian qua, chúng tôi cho rằng vẫn còn các áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới khi đồng USD được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi giá dầu, khi giá dầu thế giới đã tăng trở lại lên trên mức \$100/thùng vào đầu T9 trong bối cảnh xung đột Trung Đông leo thang. Ngoài ra, xác suất về việc Fed tăng lãi suất trong năm nay vẫn hiện hữu khi dữ liệu việc làm trong T8 (công bố ngày 7/9) cho thấy xu hướng cải thiện đã giúp giảm lo ngại về kinh tế Mỹ suy yếu, qua đó tạo thêm dư địa cho khả năng tăng lãi suất nếu áp lực lạm phát còn dai dẳng. Thêm vào đó, rủi ro từ các chính sách thuế quan của Mỹ cũng có thể là yếu tố gây áp lực lên tỷ giá trong nước. Ở chiều ngược lại, đồng VND được kỳ vọng vẫn sẽ được hỗ trợ bởi: (1) Mặt bằng lãi suất cao trong nước; (2) Dòng vốn đầu tư FDI tích cực; (3) Kỳ vọng thâm hụt thương mại sẽ dần thu hẹp về cuối năm khi khối lượng nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu trong các tháng đầu năm sẽ chuyển hóa thành hàng hóa khi bước vào mùa cao điểm sản xuất, xuất khẩu trong những tháng cuối năm. Tổng hợp các yếu tố trên, chúng tôi cho rằng tỷ giá USD/VND đến cuối năm 2026 sẽ

dao động trong khoảng 26,800 - 27,000 (tương ứng với mức tăng 2% - 2.8% so với đầu năm).

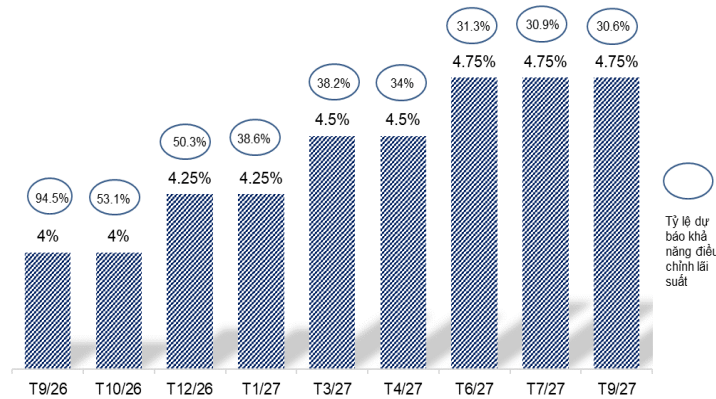
Hình 24: Tỷ giá USD/VND



Hình 25: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2026

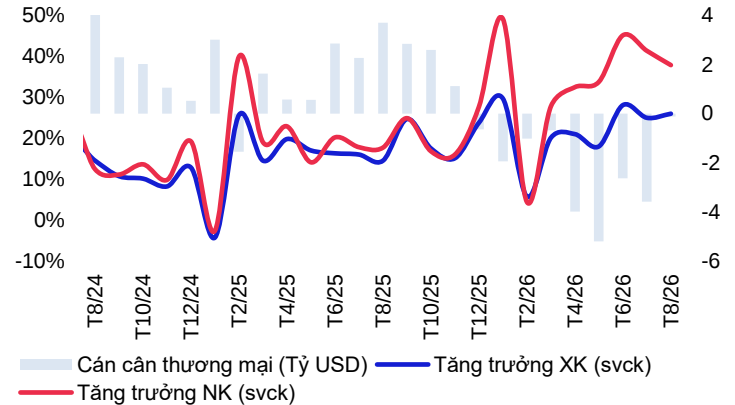


Hình 26: Giá dầu bật tăng mạnh từ đầu T9 làm gia tăng áp lực lên lạm phát, khiến thị trường nâng kỳ vọng Fed sẽ tăng lãi suất trong kỳ họp T9 lên gần 95%



Nguồn: CME Fedwatch Tool (cập nhật ngày 15/9), MBS Research

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



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Thống kê các chỉ tiêu kinh tế & dự báo 2026

Các chỉ tiêu kinh tế	2022	2023	2024	2025	2026F
1. GDP và các thành phần kinh tế					
GDP Danh Nghĩa (Tỷ USD)	366.1	430	476.3	514	557 - 559
Tăng trưởng GDP (%)	8.02	5.05	7.09	8.02	8.5 - 8.7
Công nghiệp & xây dựng (%)	7.8	3.7	8.2	8.95	9.5
Dịch vụ (%)	10	6.8	7.4	8.6	9
Nông, lâm nghiệp & thủy sản (%)	3.4	3.8	3.3	3.8	4
Xuất khẩu hàng hóa (%)	10.6	-4.4	14.3	17	22.5 - 24
Nhập khẩu hàng hóa (%)	8.4	-8.9	16.7	19.4	30 - 32
Cán cân thương mại (tỷ USD)	11.2	28	24.8	20.03	-(10 - 12)
2. Chỉ số tài khóa (%GDP)					
Đầu tư công (Nghìn tỷ đồng)	530	662.6	635.6	820	996 – 1016
Đầu tư tư nhân (Nghìn tỷ đồng)	1,873	1,920	2,064	2,237	2,414
Đầu tư nước ngoài (Tỷ USD)	22.4	23.2	25.4	27.6	29
3. Các chỉ số tài chính					
Tỷ giá USD/VND (Cuối năm)	23,612	24,353	25,058	26,297	26,800 - 27,000
% so với đầu năm	2.9	3.1	4.6	3.3	2.0 - 2.8
Lạm phát (%)	3.15	3.25	3.63	3.3	4.0 - 4.5
Tăng trưởng tín dụng (%)	12.1	13.7	15.1	20	15 - 16
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (*)	7.8	4.8	4.7	5.5	8.2 - 8.4

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

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

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

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

Khuyến nghị đầu tư ngành

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

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

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

Địa chỉ:

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

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

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu
Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng
Nguyễn Tiến Dũng

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính
Đinh Công Luyện