

BÁO CÁO VĨ MÔ QUÝ III.2026



- GDP quý III/2026 ước tính tăng 9,95% yoy, qua đó đưa **GDP 9T.2026 đạt 9,01%**. Sự bứt phá này đến từ đà phục hồi mạnh mẽ của khu vực công nghiệp và xây dựng.
- **Giải ngân vốn đầu tư công cả nước 9T.2026 đạt khoảng 642.961 tỷ đồng, tương đương 62,9% kế hoạch** (tăng 12,9% yoy về tỷ lệ và hơn 202.500 tỷ đồng về giá trị tuyệt). Sự bứt phá này chủ yếu nhờ Chính phủ quyết liệt tháo gỡ điểm nghẽn pháp lý, đẩy nhanh tiến độ thi công các công trình giao thông trọng điểm quốc gia và áp dụng cơ chế chấm điểm thi đua giải ngân đối với các bộ, ngành, địa phương.
- Với nền tảng vững chắc này, **VCBS kỳ vọng tăng trưởng GDP có thể đạt 9.5-10% trong cả năm nay**: (i) Trong giai đoạn tới, đầu tư công được coi là một công cụ then chốt và mang tính chiến lược để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai. (ii) Công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng kinh tế 2H.2026, được bảo chứng bởi dòng vốn FDI đầu tư vào các dự án công nghệ cao. (iii) Ngành Dịch vụ được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ các chính sách thu hút khách quốc tế hiệu quả và xuyên suốt.
- CPI tháng 9 tăng 0,62% so với tháng trước và 5,08% so với cùng kỳ, chủ yếu do giá xăng dầu và điều chỉnh học phí. Bình quân 9 tháng năm 2026, CPI tăng 4,52% so với cùng kỳ năm trước. **VCBS kỳ vọng lạm phát dự kiến có thể đạt quanh ngưỡng 4,6% - 4,8% trong năm 2026.**
- **VCBS kỳ vọng áp lực mất giá của VND cả năm dự kiến khoảng 1-1,5%**, nhờ một số yếu tố hỗ trợ: Nhu cầu đầu cơ đã giảm mạnh so với giai đoạn trước, Nguồn cung ngoại tệ dự báo vẫn được hỗ trợ khá tốt, đặc biệt từ FDI.
- **VCBS dự báo mặt bằng lãi suất huy động sẽ duy trì quanh vùng hiện tại để đảm bảo đồng thời** (1) hỗ trợ cung ứng tín dụng khi nhu cầu vốn tăng tốc về cuối năm, và (2) bảo đảm cân đối thanh khoản.
- Thị trường trái phiếu chính phủ: VCBS cho rằng lợi suất trái phiếu có thể tiếp tục nhích tăng trong quý 4.

CĂNG THẲNG ĐỊA CHÍNH TRỊ GIA TĂNG

Nga – Ukraine: Xung đột kéo dài

Đàm phán chưa đạt đột phá, xung đột tiếp tục kéo dài.

Khác biệt về điều kiện chấm dứt chiến sự khiến triển vọng hạ nhiệt còn hạn chế.

Mỹ – Iran : Đàm phán gia hạn bế tắc, giao tranh tái diễn

Nỗ lực ngoại giao không đạt đột phá, trong khi giao tranh tái diễn vào cuối tháng 8 sau thời gian tạm lắng. Mỹ tiếp tục gia tăng sức ép quân sự – kinh tế, Iran đáp trả vào các căn cứ Mỹ trong khu vực.

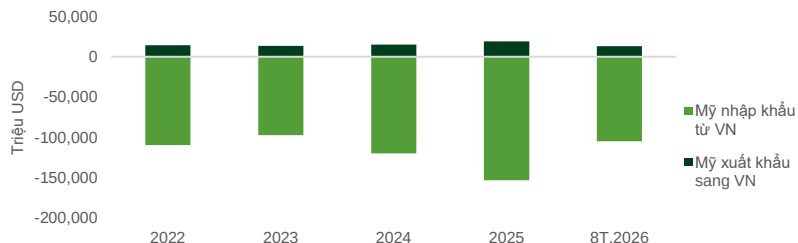
Mỹ – Trung Quốc: Cạnh tranh chiến lược tiếp tục mở rộng

Mỹ tiếp tục siết thương mại, công nghệ và chuỗi cung ứng Trung Quốc.

Xem xét áp thêm 7,5% thuế theo Section 301 đối với hàng hóa liên quan dư thừa công suất, gia tăng áp lực tái cấu trúc chuỗi cung ứng.

Giá dầu Brent vượt 90 USD/thùng cuối tháng 8, tiếp tục vượt 95 USD/ thùng đầu tháng 9.

MẤT CÂN ĐỐI THƯƠNG MẠI MỸ - VIỆT NAM Ở NGƯỠNG CAO



RỦI RO ĐÁNG CHÚ Ý KHI BỊ XẾP VÀO NHÓM LIÊN KẾT SÂU VỚI TRUNG QUỐC

TIER 1

Nhóm dẫn đầu, quy mô đa dạng hóa

Canada, EU, Ấn Độ, Israel, Nhật Bản, Mexico, Hàn Quốc, Đài Loan

TIER 2

Nhóm quy mô lớn, liên kết sâu với Trung Quốc

Brazil, Indonesia, Malaysia, Thái Lan, Thổ Nhĩ Kỳ, **Việt Nam**

TIER 3

Nhóm mục tiêu chuyển tại quy mô nhỏ

Các nền kinh tế nhỏ hơn tại Mỹ Latinh, Bangladesh, Singapore, Philippines, Lào, Myanmar, ...

SECTION 301 – CÁC CUỘC ĐIỀU TRA ĐỐI VỚI VIỆT NAM

LAO ĐỘNG CƯỜNG BỨC

- Việt Nam bị áp thuế 12.5%.
- Việt Nam đã ban hành Nghị định 292/2026/NĐ-CP, hiệu lực 5/9/26, bổ sung quy định kiểm soát và cấm nhập khẩu hàng hóa được sản xuất bằng lao động cưỡng bức.

SỞ HỮU TRÍ TUỆ

- Khởi động: 29/5/26
- Mốc quyết định dự kiến: 29/11/26 (có thể gia hạn đến 02/27).
- Liên tục sửa đổi, bổ sung Nghị định 341/2025, nghị định 134/2026/NĐ-CP

DƯ THỪA CÔNG SUẤT

- Khởi động: 11/3/26
- Mốc ban đầu: 24/7/26
- Mốc quyết định dự kiến: 11/3/27

🔍 **Dự địa đàm phán khả quan:** Việt Nam vẫn còn dư địa đàm phán nhằm giảm gánh nặng thuế quan khi chủ động thể hiện thiện chí thông qua đàm phán thương mại, hoàn thiện khung pháp lý về lao động cưỡng bức, tăng cường bảo hộ sở hữu trí tuệ và kiểm soát xuất xứ, qua đó tạo cơ sở để Mỹ có thời gian đánh giá và ghi nhận tiến bộ chính sách của Việt Nam.

🔍 **Duy trì lợi thế chiến lược China +1:** Cạnh tranh Mỹ - Trung và xu hướng tái cấu trúc và xu hướng tái cấu trúc chuỗi cung ứng tiếp tục tạo lợi thế tương đối cho Việt Nam so với Trung Quốc, hỗ trợ thu hút FDI.

Yếu tố cần theo dõi:

- Việc Mỹ đồng thời mở rộng sử dụng nhiều công cụ thương mại và gần đây áp dụng Section 338 đối với Canada có thể tạo tiền lệ chính sách, cũng như xem xét thuế bổ sung liên quan đến dư thừa công suất của một số nước, cho thấy Mỹ có xu hướng duy trì đòn bẩy thuế quan và sẵn sàng sử dụng các cơ sở pháp lý khác nhau để điều chỉnh mức thuế quay trở lại mức cũ.
- Theo đánh giá của Nhà Trắng, Việt Nam thuộc Tier 2 về mức độ liên kết với chuỗi cung ứng Trung Quốc, làm gia tăng nguy cơ Mỹ sử dụng các vấn đề về xuất xứ, chuyển tải và giá trị gia tăng nội địa trở thành cơ sở mở rộng các biện pháp thuế quan khác.

UK – BOE: Duy trì trạng thái “chờ đợi và đánh giá”, khả năng điều chỉnh phụ thuộc dữ liệu kinh tế

CPI tháng 8 tăng lên 3,1%, trong khi giá năng lượng tiếp tục tạo áp lực lên triển vọng lạm phát.

BOE duy trì quan điểm thận trọng khi rủi ro lạm phát vẫn nghiêng về phía tăng, nhưng lựa chọn giữ nguyên lãi suất do điều kiện tài chính đã đủ hạn chế và thị trường lao động có dấu hiệu suy yếu.

Một số thành viên MPC vẫn ủng hộ tăng lãi suất thêm nhằm kiểm soát rủi ro lạm phát kéo dài.



US – FED: Tăng lãi suất như kỳ vọng, triển vọng chính sách tiếp tục nghiêng về thắt chặt

Fed tăng lãi suất 25bps lên 3,75–4,00% trong tháng 9, trong bối cảnh thị trường lao động vẫn duy trì sức chống chịu và lạm phát chưa hoàn toàn hạ nhiệt.

Chủ tịch Fed nhấn mạnh ưu tiên kiểm soát lạm phát là trọng tâm chính sách.

Việc GDP được điều chỉnh tích cực hơn và tỷ lệ thất nghiệp giảm hàm ý nền kinh tế Mỹ vẫn có khả năng hấp thụ mặt bằng lãi suất cao.

Nhiều thành viên FOMC kỳ vọng lãi suất cuối năm ở mức cao hơn hiện tại, 4,00–4,25%.

EU – ECB: Tăng lãi suất do áp lực lạm phát gia tăng

ECB tăng lãi suất thêm 25bps trong tháng 9, trong bối cảnh lạm phát Eurozone tăng trở lại lên 3,3% trong tháng 8, chủ yếu do giá năng lượng tăng mạnh.

ECB nhấn mạnh quyết định chính sách sẽ tiếp tục phụ thuộc vào dữ liệu kinh tế, đặc biệt là diễn biến lạm phát cơ bản và tác động lan tỏa từ chi phí năng lượng.

Dù tăng trưởng khu vực Eurozone còn yếu, áp lực giá khiến ECB ưu tiên kiểm soát kỳ vọng lạm phát.



Trung Quốc – PBOC: Đi ngược xu hướng toàn cầu

Sản xuất công nghiệp tăng, nhưng tiêu dùng tiếp tục yếu thị trường BĐS vẫn chịu áp lực lớn.

Xuất khẩu duy trì tích cực (+18,6% YoY) trong tháng 8, tiếp tục đóng vai trò là một trong những động lực tăng trưởng chính.

PBOC tăng cường hỗ trợ thông qua giảm lãi suất PSL 25bps xuống 1,5% và mở rộng các công cụ tái cấp vốn; Chính phủ đồng thời bổ sung hỗ trợ lãi suất vay mua nhà nhằm thúc đẩy cầu nội địa và ổn định thị trường BĐS.



Nhật Bản – BOJ: BOJ đang phát tín hiệu sẵn sàng tiếp tục tăng lãi suất

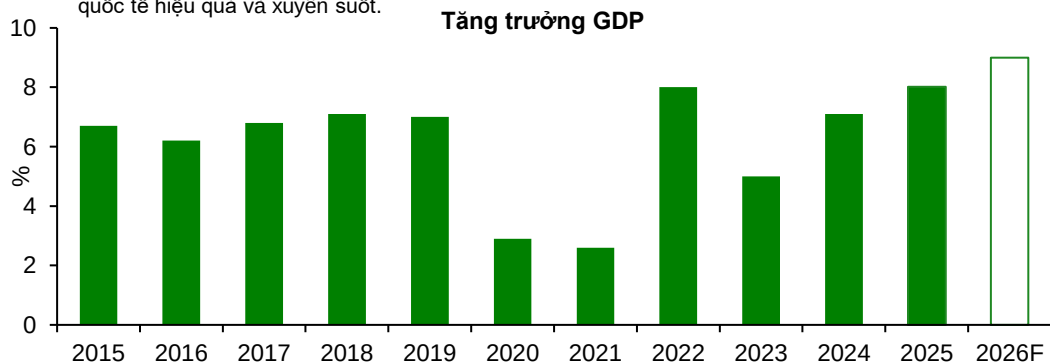
BOJ tăng lãi suất thêm 25bps lên 1,25% trong tháng 9, mức cao nhất trong hơn 3 thập kỷ.

JPY suy yếu cùng giá năng lượng tăng tạo thêm áp lực lên lạm phát nhập khẩu, thúc đẩy BOJ tiếp tục điều chỉnh giảm mức độ nới lỏng tiền tệ.

Tốc độ tăng thận trọng do tăng trưởng con yếu và rủi ro từ chi phí vay vốn.

VCBS DỰ BÁO TĂNG TRƯỞNG NĂM 2026 CÓ THỂ ĐẠT KHOẢNG 9,5-10%

- ▼ GDP quý III/2026 ước tính tăng 9,95% yoy, qua đó đưa **GDP 9T.2026 đạt 9,01%**. Sự bứt phá này đến từ đà phục hồi mạnh mẽ của khu vực công nghiệp và xây dựng.
- ▼ **Giải ngân vốn đầu tư công cả nước 9T.2026 đạt khoảng 642.961 tỷ đồng, tương đương 62,9% kế hoạch** (tăng 12,9% yoy về tỷ lệ và hơn 202.500 tỷ đồng về giá trị tuyệt). Sự bứt phá này chủ yếu nhờ Chính phủ quyết liệt tháo gỡ điểm nghẽn pháp lý, đẩy nhanh tiến độ thi công các công trình giao thông trọng điểm quốc gia và áp dụng cơ chế chấm điểm thi đua giải ngân đối với các bộ, ngành, địa phương.
- ▼ Với nền tảng vững chắc này, **VCBS kỳ vọng tăng trưởng GDP có thể đạt 9.5-10% trong cả năm nay:**
 - Trong giai đoạn tới, đầu tư công được coi là một công cụ then chốt và mang tính chiến lược để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế bền vững trong tương lai.
 - Công nghiệp chế biến, chế tạo là động lực tăng trưởng kinh tế 2H.2026, được bảo chứng bởi dòng vốn FDI đầu tư vào các dự án công nghệ cao.
 - Ngành Dịch vụ được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng mạnh mẽ, nhờ các chính sách thu hút khách quốc tế hiệu quả và xuyên suốt.

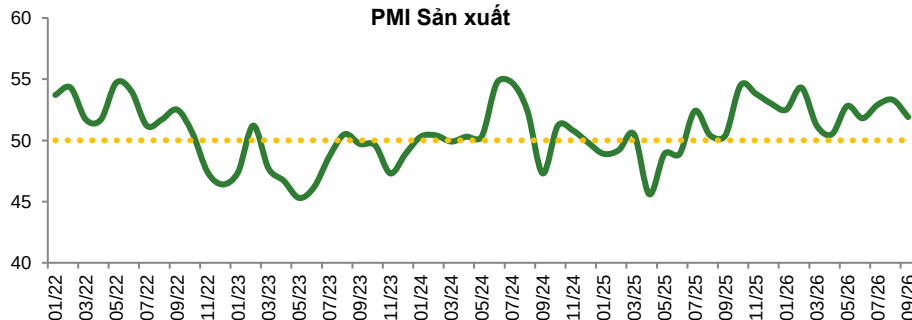


Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2026 – 2030



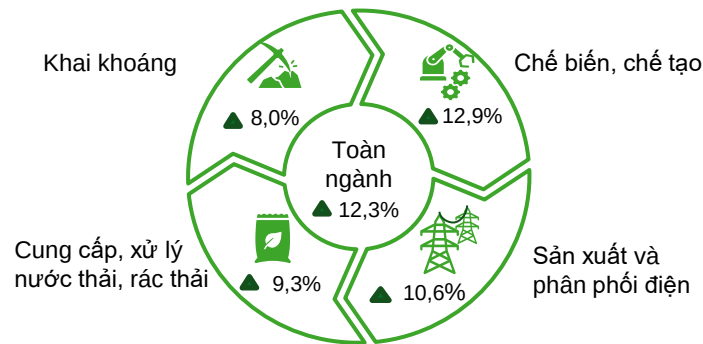
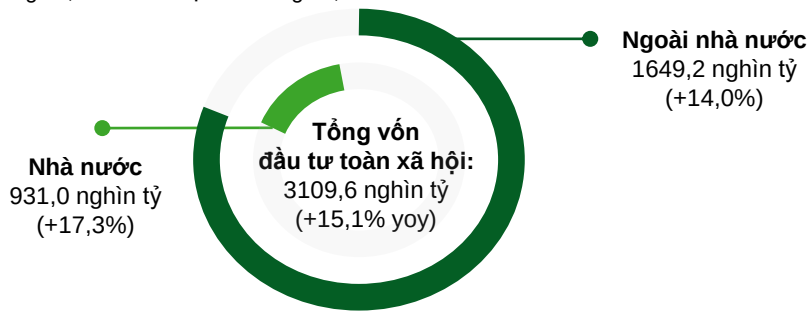
HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT

- Chỉ số PMI tháng 9 đạt 51,9 điểm, giảm từ 53,3 điểm trong tháng 8 nhưng vẫn duy trì trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ 15 liên tiếp, cho thấy ngành sản xuất tiếp tục mở rộng dù tốc độ tăng đã chậm lại.

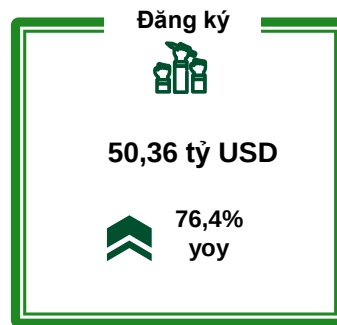


Hoạt động đầu tư trong 9 tháng đầu năm

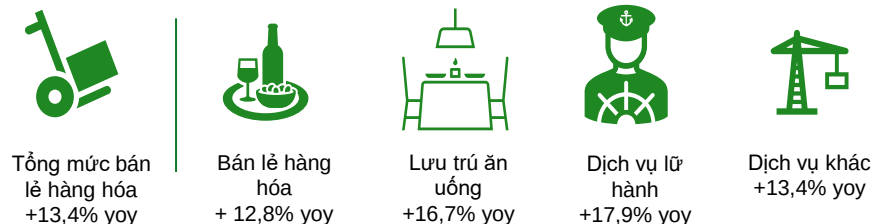
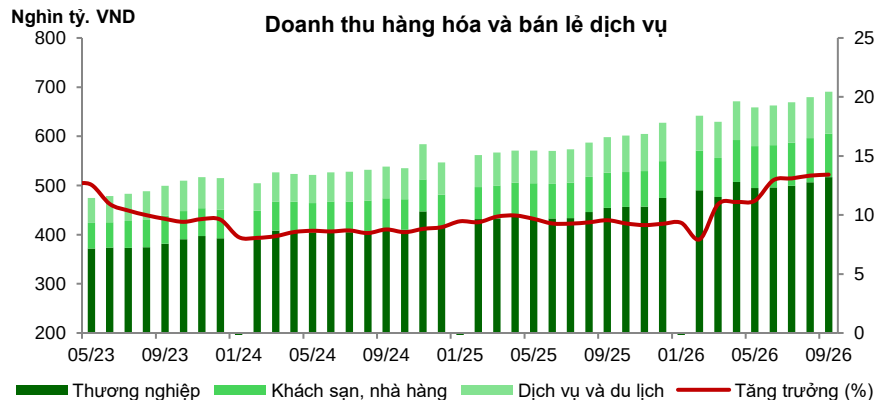
Đầu tư 9 tháng đầu năm 2026 tiếp tục tăng trưởng tích cực, khi tổng vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội tăng 15,1% so với cùng kỳ; trong đó vốn khu vực Nhà nước tăng 17,3%, khu vực ngoài Nhà nước tăng 14,0% và khu vực FDI tăng 14,5%.



Đầu tư nước ngoài vào Việt Nam trong 9 tháng đầu năm

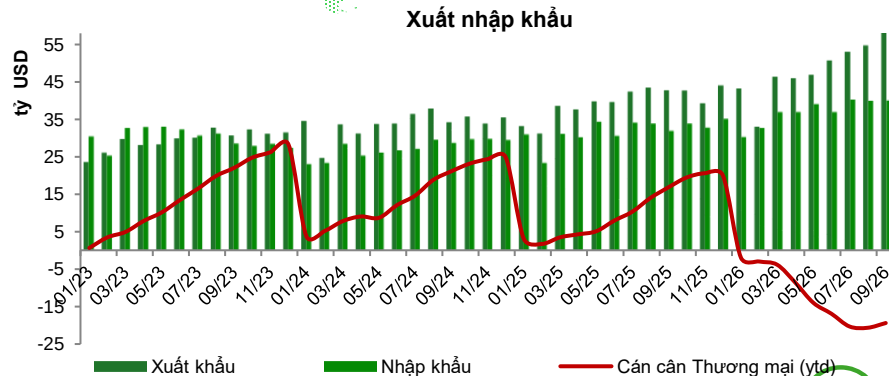


CẦU TIÊU DÙNG DUY TRÌ ĐÀ TĂNG TRƯỞNG



CÂN CÂN THƯƠNG MẠI THÁNG 9 TRỞ LẠI XUẤT SIÊU

- Sau những tháng nhập siêu trước đó, tháng 9/2026 đã xuất siêu trở lại 1,27 tỷ USD.
- Lũy kế 9 tháng nhập siêu 19,42 tỷ USD (cùng kỳ năm trước xuất siêu 16,87 tỷ USD).
- Mức nhập siêu tính chung 9 tháng xuất phát từ việc khu vực sản xuất phục hồi rất mạnh (chỉ số sản xuất công nghiệp IIP tăng 12,3%), các doanh nghiệp tăng cường nhập khẩu máy móc, linh kiện và nguyên vật liệu đầu vào để mở rộng công suất và chuẩn bị cho đơn hàng xuất khẩu lớn giai đoạn cuối năm. Theo đó, cán cân thương mại quý IV/2026 xu hướng chuyển dịch từ nhập siêu sang xuất siêu.



LẠM PHÁT CƠ BẢN TĂNG 0,11% SO VỚI THÁNG TRƯỚC

Cập nhật Tháng 9/2026

CPI 9/26:
0,62% mom, +5,08% yoy, +4,20% ytd
Lạm phát cơ bản
+4,45% yoy

Dự báo Tháng 10/2026

Lạm phát:
0,20% - 0,30% mom
Tương ứng
5,1% - 5,2% yoy

Dự báo cả năm 2026

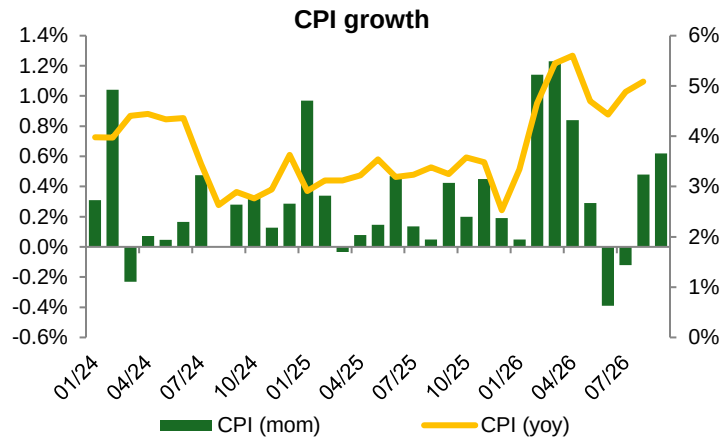
Lạm phát bình quân:
Dự kiến có thể đạt quanh
ngưỡng 4,6% - 4,8%

CPI tháng 9 tăng 0,62% so với tháng trước và 5,08% so với cùng kỳ. Trong đó, nhóm giao thông tăng mạnh 3,97%, đóng góp khoảng 0,40 điểm phần trăm vào CPI chung do giá xăng dầu tiếp tục tăng; nhóm giáo dục tăng 1,41% do một số cơ sở giáo dục điều chỉnh học phí năm học mới.

Áp lực giá trong tháng tiếp tục tập trung chủ yếu ở nhóm năng lượng và hàng ăn, dịch vụ ăn uống.

VCBS kỳ vọng lạm phát dự kiến có thể đạt quanh ngưỡng 4,6% - 4,8% trong năm 2026

➡ Bước sang quý IV/2026, lạm phát dự báo có thể chịu áp lực tăng nhẹ do yếu tố mùa vụ mua sắm cuối năm và giá dầu, chi phí vận tải quốc tế.



Diễn biến thị trường ngoại tệ là điểm sáng trong bức tranh vĩ mô

Diễn biến thị trường ngoại tệ tích cực

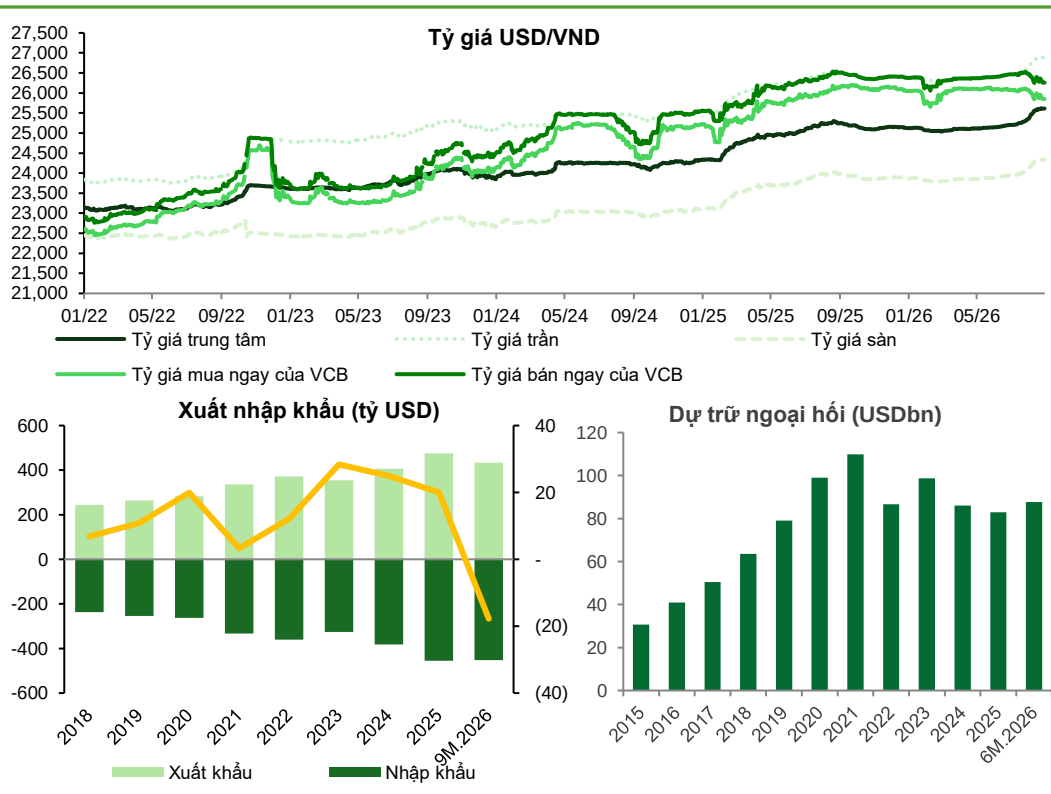
- Tính đến cuối tháng 9, tỷ giá bán USD/VND tại NHTM giảm khoảng 100 bps so với tháng trước, tại mức **26.160 USD/VND**.
- Trong khi đó, tỷ giá tự do giảm về **26.000 USD/VND**, nhờ tâm lý đầu cơ USD hạ nhiệt.
- Tính từ đầu năm, VND mới mất giá khoảng **0,82%** so với USD.

Áp lực mất giá của VND cả năm dự kiến khoảng 1-1,5%

Áp lực tăng tỷ giá vẫn còn trong thời gian tới, khi lợi suất TPCP Mỹ neo cao, cùng kỳ vọng FED sớm tăng lãi suất, có thể thúc đẩy xu hướng chuyển dịch dòng vốn ra khỏi Việt Nam.

Tuy nhiên, áp lực mất giá của VND cả năm dự kiến khoảng 1-1,5%, nhờ một số yếu tố hỗ trợ:

- Trong kịch bản Fed tăng 25 bps xảy ra, chênh lệch VND-USD vẫn được duy trì ở mức dương.
- Tâm lý đầu cơ trên thị trường tự do đã giảm mạnh, đặt trong bối cảnh các giao dịch nhập khẩu vàng lậu nhằm kinh doanh chênh lệch đã giảm.
- Sau giai đoạn nhập khẩu ròng phục vụ các dự án, và hoạt động sản xuất kinh doanh, VCBS kỳ vọng hoạt động xuất khẩu sẽ dần mạnh mẽ trở lại vào những tháng cuối năm.
- Ngoài ra, nguồn cung ngoại tệ dự báo vẫn được hỗ trợ khá tốt, đặc biệt từ FDI.



Thanh khoản ngắn hạn biến động mạnh

- Trong tháng 9: ON có nhiều phiên đã giảm sâu về vùng 0.1 – 0.6%, cho thấy thanh khoản đã được cải thiện nhiều so với giai đoạn trước. Tuy nhiên, cuối tháng, lãi suất bật tăng lên 7,0% do nhu cầu chốt các chỉ số cuối quý.
- Nhằm đảm bảo thanh khoản: NHNN đã tăng cường bơm vốn qua OMO nhiều kỳ hạn (7D–91D) và mở lại swap USD/VND 7D, giúp mặt bằng lãi suất nhanh chóng hạ nhiệt về vùng 3-4%.
- Lưu ý: Lãi suất kỳ hạn dài vẫn neo cao ở 7-8.2%/năm, cho thấy thanh khoản dài hạn hơn vẫn thiếu tính ổn định và bền vững.

Mặt bằng LSHĐ giảm nhẹ trong tháng 9

- Mặt bằng lãi suất giảm nhẹ khoảng 3-16 bps so với tháng 8, tập trung chủ yếu ở các kỳ hạn 6-24M.
- Chênh lệch dần thu hẹp nhờ huy động vốn cải thiện trong bối cảnh mặt bằng lãi suất tiền gửi ở mức tương đối hấp dẫn thời gian qua.

9,78%

Huy động vốn

Tăng trưởng
9T.2026

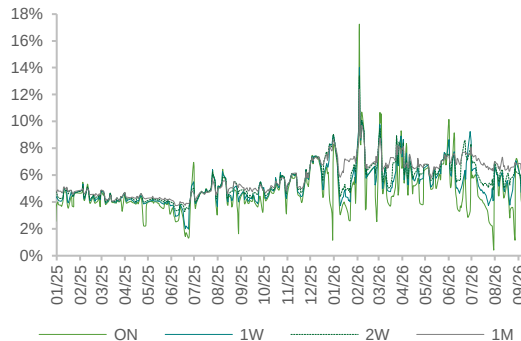
10,89%

Tín dụng

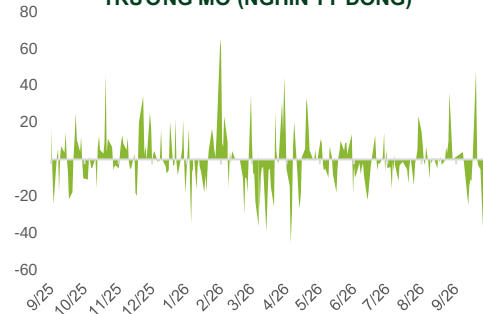
- TT 50/2026/TT-NHNN về việc nâng trần LDR lên 95% và mở rộng cách tính nguồn vốn, giúp các ngân hàng linh hoạt hơn trong cân đối thanh khoản, giúp mở rộng dư địa tín dụng cho hệ thống và giảm áp lực cạnh tranh huy động. Mức tác động có sự phân hóa, các ngân hàng có VCSH dày, cấu trúc funding đa dạng và ít phụ thuộc vào TPDN, thị trường 2 sẽ được hưởng lợi rõ hơn (Big 4, TCB, VPB, MBB).

- Dự báo mặt bằng LSHĐ trong Q4 vẫn sẽ đi ngang cho tới cuối năm khi các ngân hàng vẫn cần duy trì khả năng huy động vốn để đáp ứng tăng trưởng tín dụng phục vụ các dự án lớn; lãi suất NHTW các nước có rủi ro tăng lên.

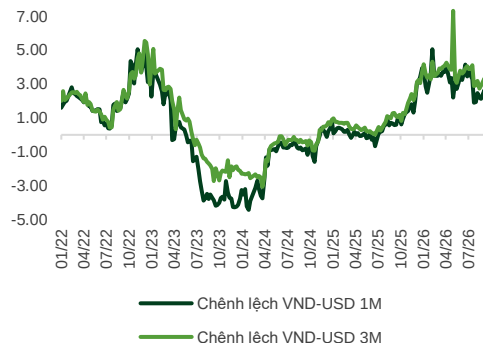
DIỄN BIẾN LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG



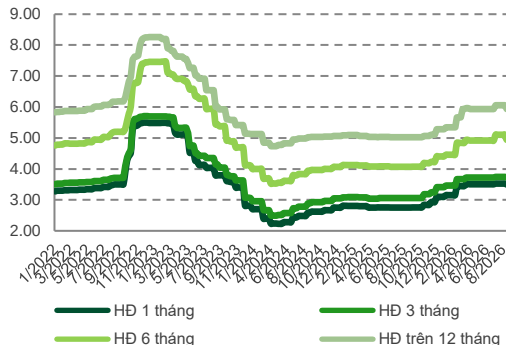
DIỄN BIẾN BƠM/HÚT TIỀN RÒNG TRÊN THỊ TRƯỜNG MỜ (NGHÌN TỶ ĐỒNG)



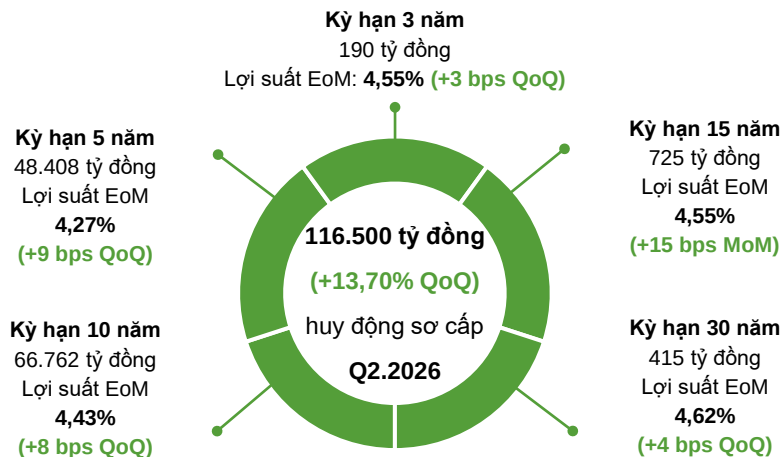
CHÊNH LỆCH VND-USD 1M & 3M (%)



LÃI SUẤT HUY ĐỘNG BÌNH QUÂN (%)



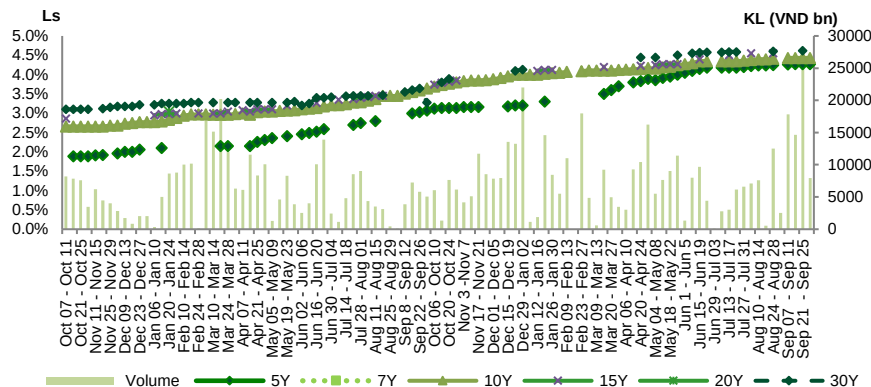
Quy mô phát hành tăng mạnh, lợi suất trúng thầu duy trì xu hướng tăng



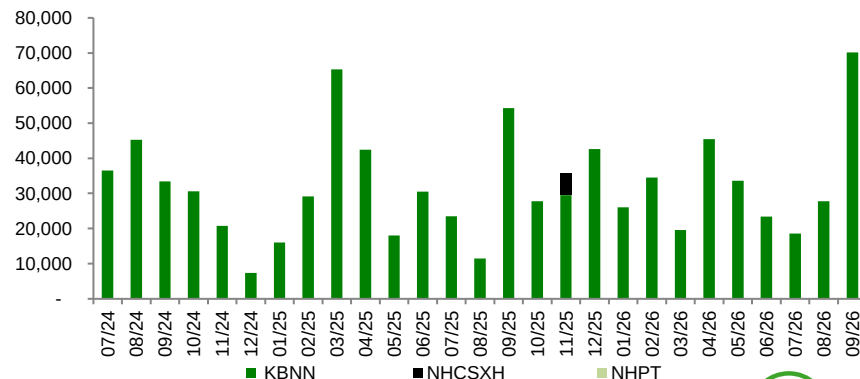
Cập nhật kế hoạch phát hành KBNN (tỷ đồng)

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026	Kế hoạch Q3	Thực hiện tháng 9	Phát hành Q3.2026	% Kế hoạch 2026
3Y	-	5.000	0	545	-
5Y	-	35.000	25.651	75.663	-
7Y	-	2.000	0	0	-
10Y	-	60.000	44.403	218.703	-
15Y	-	14.000	0	3.250	-
20Y	-	2.000	0	0	-
30Y	-	2.000	85	900	-
Tổng	500.000	120.000	70.139,2	299.060,5	59,81%

Kết quả phát hành TPCP



Thị trường sơ cấp

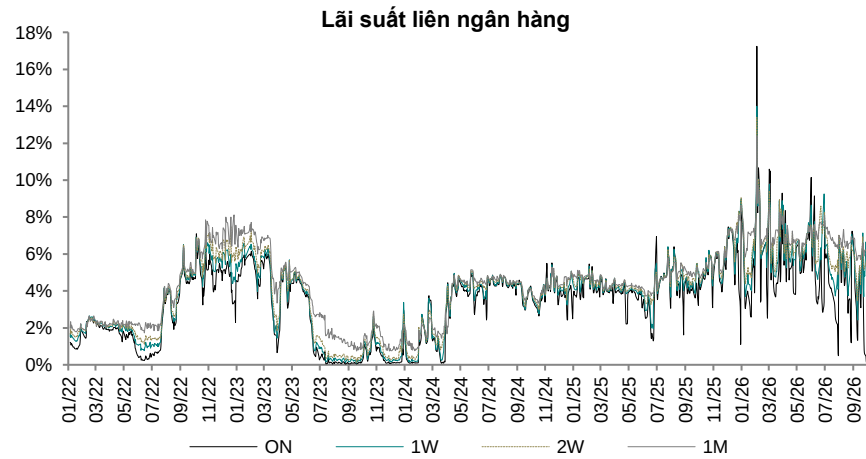
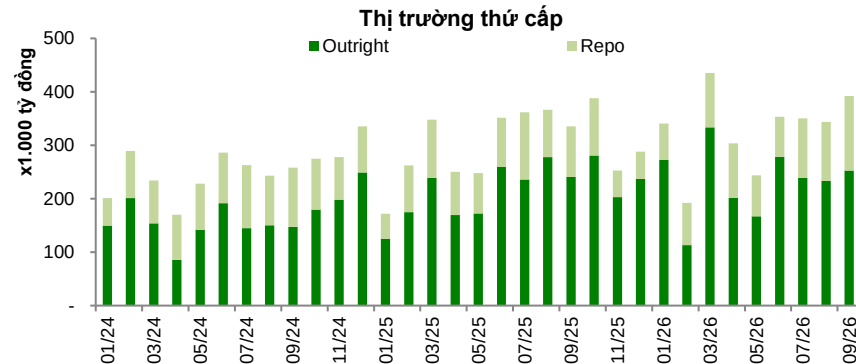
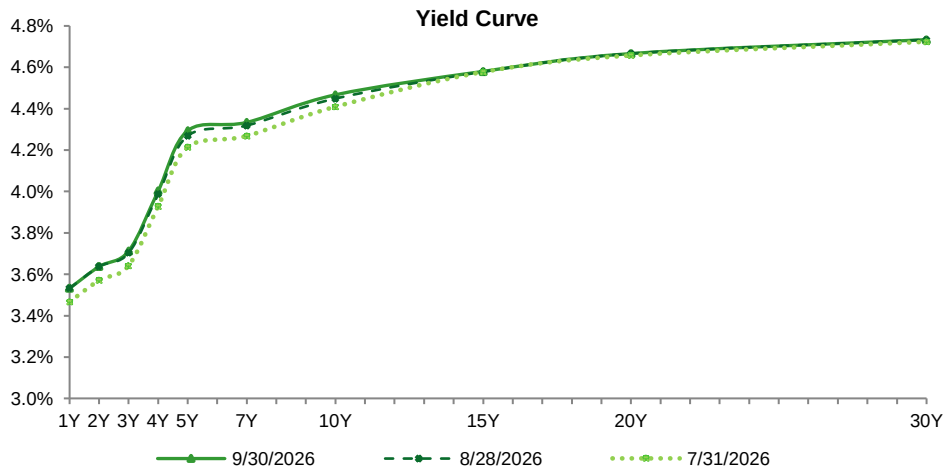


Lợi suất nhích tăng, thanh khoản cải thiện trong tháng

- Khối lượng giao dịch trong tháng 9 tăng cao so với tháng trước (+14,4% MoM).
- Lợi suất trái phiếu nhích tăng trong tháng.

VCBS dự báo lợi suất có thể tiếp tục nhích tăng trong Quý 4:

- Áp lực phát hành trái phiếu những tháng cuối năm vẫn đang ở ngưỡng lớn.
- Thanh khoản hệ thống ngân hàng được cải thiện so với giai đoạn trước, tuy nhiên, vẫn tồn tại áp lực nguồn vốn mang tính cấu trúc.
- Kỳ vọng lợi suất trái phiếu ở ngưỡng cao, trong bối cảnh rủi ro áp lực lạm phát



Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

Thông tin liên hệ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu – Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Kinh tế Trưởng

dklinh@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Chuyên viên Phân tích

ntmtrang@vcbs.com.vn

