

Áp lực lạm phát phủ bóng lên tăng trưởng kinh tế

- GDP Q3 tăng 9.95% svck - mức cao nhất kể từ năm 2022, đưa tăng trưởng GDP 9T26 lên mức 9.01%.
- Áp lực lạm phát gia tăng trở lại khi CPI T9 tăng 5.08% svck do giá xăng dầu tăng mạnh.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức 9% - 9.5% nhờ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công và hoạt động sản xuất công nghiệp mạnh mẽ.

Tăng trưởng GDP Q3 ghi nhận mức tăng cao nhất kể từ 2022

Tăng trưởng GDP Q3 của Việt Nam ước đạt 9.95% - mức tăng trưởng của Q3 cao nhất kể từ năm 2022 tới nay. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 4.21% svck (đóng góp 5.14% vào mức tăng trưởng của GDP); khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 12.5% svck (đóng góp 51.57%); khu vực dịch vụ tăng 9.54% svck (đóng góp 43.29%). Lũy kế 9 tháng đầu năm, GDP tăng 9.01% svck - mức tăng 9 tháng cao nhất trong 15 năm qua. Song, để đạt mục tiêu tăng trưởng cả năm từ 10% trở lên, áp lực đối với nền kinh tế còn rất lớn khi GDP Q4 cần tăng trên 12.5% (cao hơn khoảng 4.1 điểm phần trăm so với Q4/2025).

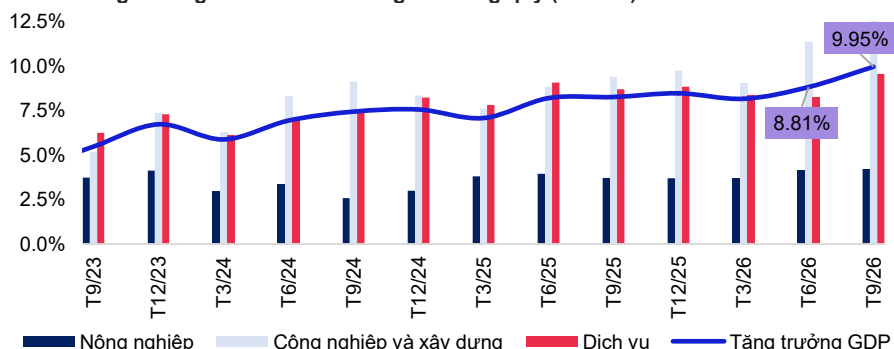
Cán cân thương mại hàng hóa kết thúc chuỗi 9 tháng nhập siêu

Kim ngạch xuất khẩu T9 tăng mạnh 39.1% svck, đạt 59.48 tỷ USD. Đà tăng của xuất khẩu được thúc đẩy chủ yếu nhờ mức tăng 112.7% svck của nhóm hàng điện tử, máy tính và linh kiện (chiếm 38% tổng kim ngạch xuất khẩu trong tháng). Ở chiều ngược lại, kim ngạch nhập khẩu trong kỳ đạt 58.21 tỷ USD (+ 45.85% svck). Qua đó, đưa cán cân thương mại trở lại trạng thái xuất siêu, trị giá 1.27 tỷ USD trong T9. Lũy kế 9 tháng đầu năm, cán cân thương mại thâm hụt 19.42 tỷ USD. Hoạt động sản xuất công nghiệp tiếp tục bứt tốc với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T9 tăng 16.65% svck. Trong khi đó, chỉ số PMI T9 giảm xuống mức 51.9 điểm trong bối cảnh số lượng đơn đặt hàng mới tăng chậm lại do đơn hàng xuất khẩu mới giảm tháng thứ hai liên tiếp.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức 9% - 9.5%

Mặc dù tăng trưởng 9T26 đạt 9.01% svck, nền kinh tế Việt Nam đang đối mặt với một số thách thức: (1) Nhập khẩu tăng nhanh hơn xuất khẩu, khiến cán cân thương mại hàng hóa nhập siêu 19.4 tỷ USD trong 9T26; (2) Rủi ro lạm phát gia tăng khi CPI 9T26 vượt mốc 4.5%, trong bối cảnh giá dầu thế giới vẫn neo cao; (3) Xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ dần trở nên rõ nét hơn khi các NHTW lớn như Fed, ECB, BOJ đã đồng loạt điều chỉnh tăng lãi suất trong T9, khiến dư địa nới lỏng chính sách tiền tệ của Việt Nam thu hẹp. Ở chiều ngược lại, vốn FDI giải ngân tích cực (9T26 +12.1% svck), cùng với thúc đẩy tiến độ giải ngân đầu tư công (9T26 giải ngân gần 643 nghìn tỷ, đạt 62.9% kế hoạch Thủ tướng giao), và hoạt động sản xuất sôi động được kỳ vọng sẽ là động lực chính của nền kinh tế. Theo đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 sẽ ở mức 9% - 9.5%.

Hình 1: Tăng trưởng GDP theo nhóm ngành hàng quý (% 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

Vũ Lê Giang

Giang.VuLe@mbs.com.vn

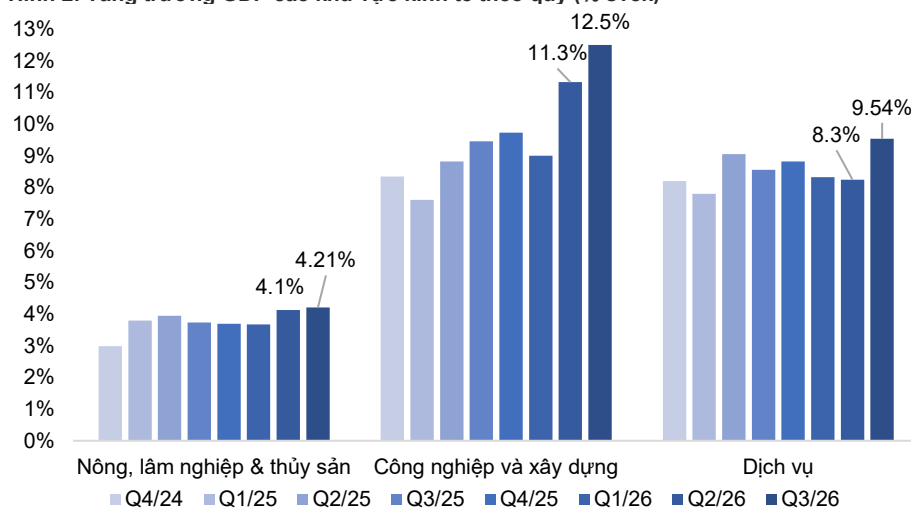
Áp lực lạm phát phủ bóng lên tăng trưởng kinh tế

GDP Q3 ghi nhận mức tăng cao nhất từ 2022

Tổng sản phẩm trong nước (GDP) Q3/2026 ước tính tăng 9.95% svck - mức tăng trưởng của Q3 cao nhất kể từ năm 2022 tới nay. Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ khu vực công nghiệp & xây dựng với mức tăng 12.5% svck, đóng góp 51.57% vào mức tăng tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế. Ngành công nghiệp duy trì mức tăng trưởng khá nhờ các động lực tăng trưởng được mở rộng, một số dự án có quy mô lớn đi vào hoạt động, đơn hàng xuất khẩu phục hồi và tiến độ đầu tư công được đẩy mạnh, tạo hiệu ứng lan tỏa đến sản xuất và xây dựng. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo tiếp tục giữ vai trò động lực chủ yếu với tốc độ tăng 12.3% svck. Khu vực nông, lâm nghiệp & thủy sản duy trì mức tăng trưởng ổn định khi tăng 4.21% svck, đóng góp 5.14%. Trong khi đó, khu vực dịch vụ tăng 9.54% svck, đóng góp 43.29%.

Lũy kế 9 tháng năm 2026, GDP tăng 9.01% svck - cao hơn mức 7.85% của cùng kỳ năm ngoái. Song, mức này vẫn thấp hơn mục tiêu của kịch bản tăng trưởng năm 2026 đạt 10% (trong đó, mục tiêu tăng trưởng 9 tháng đầu năm là 9.2%). Do đó, theo cập nhật kịch bản tăng trưởng của Cục Thống kê, để đạt được mục tiêu tăng trưởng cả năm từ 10% thì GDP Q4 cần tăng trên 12.5% svck (cao hơn khoảng 4.1 điểm phần trăm so với Q4/2025).

Hình 2: Tăng trưởng GDP các khu vực kinh tế theo quý (% svck)



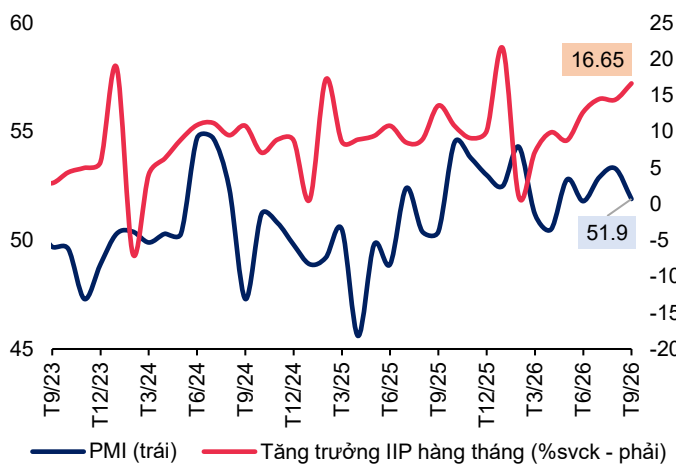
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Sản xuất công nghiệp bứt tốc, song đơn hàng xuất khẩu mới giảm tháng thứ hai liên tiếp

Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) T9 tăng 3.26% so với tháng trước và tăng 16.65% svck, với đóng góp lớn đến từ mức tăng trưởng 17.1% svck của ngành công nghiệp chế biến, chế tạo. Trong đó, các ngành ghi nhận tăng trưởng mạnh trong tháng bao gồm: sửa chữa, bảo dưỡng & lắp đặt máy móc thiết bị (+45.8% svck); sản xuất phương tiện vận tải khác (+28.4% svck), sản xuất đồ uống (+24.7% svck). Lũy kế 9T2026, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp ước tính tăng 12.3% svck - là mức tăng 9 tháng cao nhất kể từ năm 2019 đến nay. Riêng ngành chế biến chế tạo đạt mức tăng trưởng 12.9%, cao hơn mức 10.4% của cùng kỳ năm 2025.

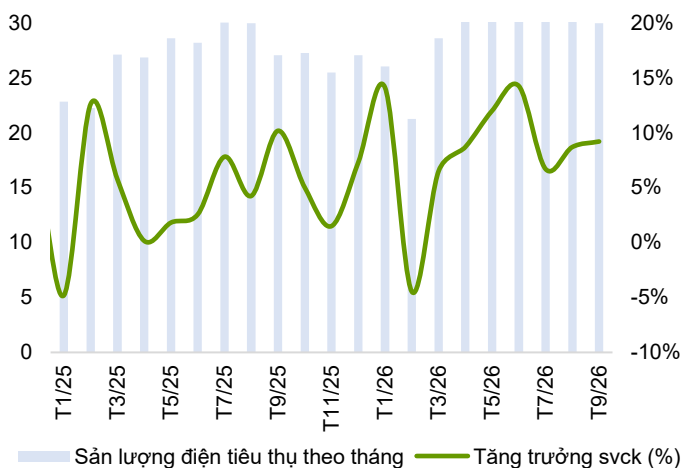
Chỉ số PMI ngành sản xuất tiếp tục neo trên ngưỡng 50 điểm tháng thứ 15 liên tiếp, song đã giảm xuống 51.9 điểm trong T9 từ mức 53.3 điểm của T8. Diễn biến này diễn ra trong bối cảnh sản lượng và số đơn đặt hàng mới đều tăng chậm lại. Cùng với đó, số lượng đơn đặt hàng xuất khẩu mới cũng ghi nhận giảm tháng thứ hai liên tiếp do nhu cầu khách hàng quốc tế vẫn còn yếu. Về khía cạnh giá cả, chi phí đầu vào tăng mạnh hơn do xung đột ở Trung Đông đẩy giá nhiên liệu và cước vận chuyển lên cao. Tuy nhiên, giá bán đầu ra lại hạ nhiệt tháng thứ 5 liên tiếp do áp lực cạnh tranh gay gắt. Dù đối mặt với những thách thức về đơn hàng và chi phí, niềm tin của doanh nghiệp về triển vọng sản lượng trong 12 tháng tới vẫn tăng lên mức cao nhất kể từ T2/2026, nhờ kỳ vọng thị trường phục hồi và kế hoạch ra mắt sản phẩm mới.

Hình 3: Chỉ số PMI sản xuất và IIP của Việt Nam (% svck)



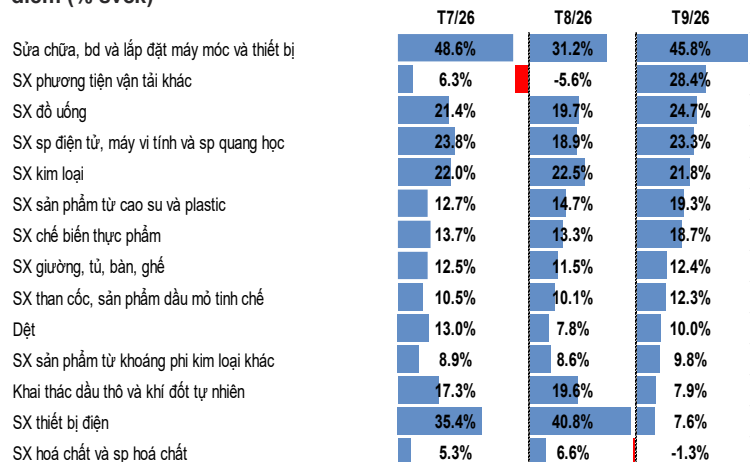
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 5: Sản lượng điện tiêu thụ theo tháng (Tỷ kWh)



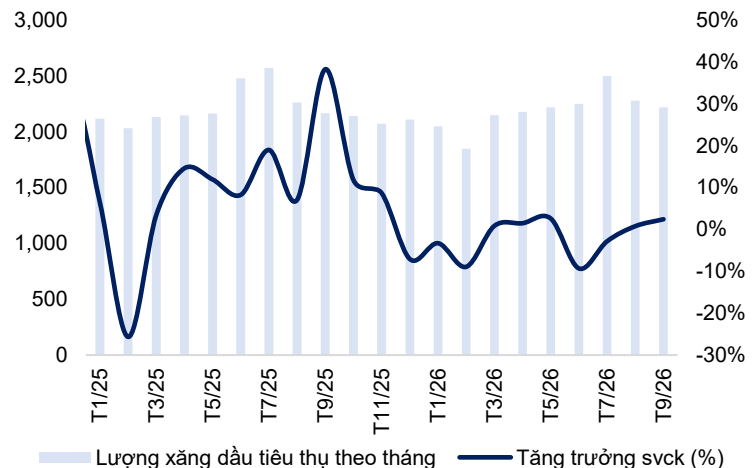
Nguồn: EVN, MBS Research

Hình 4: Diễn biến tăng/giảm chỉ số IIP một số ngành công nghiệp trọng điểm (% svck)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 6: Lượng xăng dầu tiêu thụ theo tháng (Nghìn tấn)

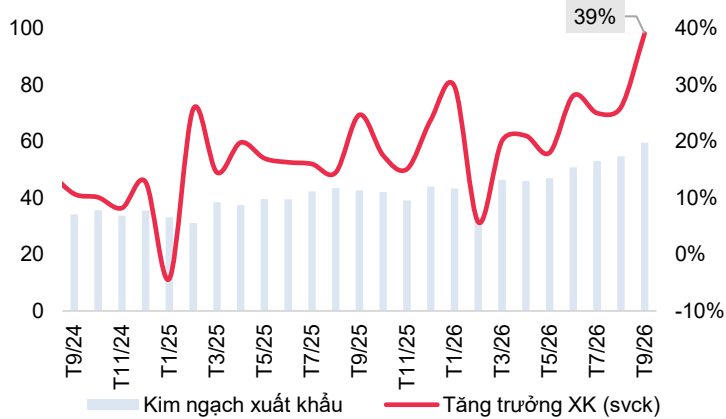


Nguồn: Bộ Công Thương, MBS Research

Cán cân thương mại hàng hóa đảo chiều xuất siêu trở lại trong T9

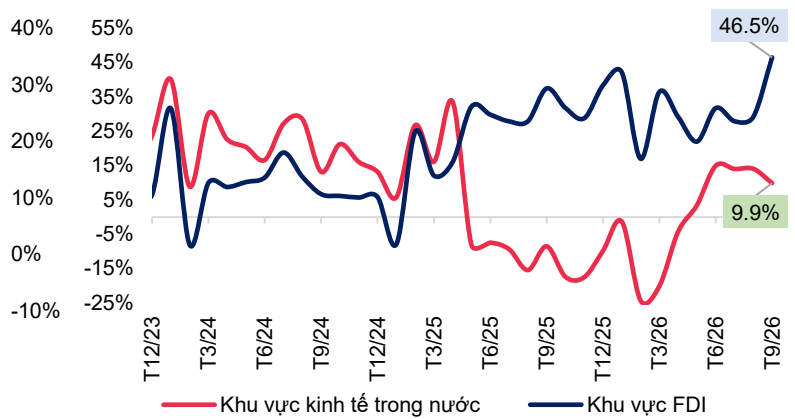
Kim ngạch xuất khẩu đạt 59.48 tỷ USD - tăng 8.5% so với tháng trước, và tăng 39.1% svck. Mức tăng này được thúc đẩy bởi một số mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: điện tử, máy tính & linh kiện (+112.7% svck); hóa chất (+68.6% svck); sắt thép (+55.8% svck). Trong đó, giá trị xuất khẩu từ khu vực có vốn đầu tư nước ngoài đạt gần 50 tỷ USD (+46.5% svck) - chiếm 84% tổng kim ngạch xuất khẩu trong tháng. Khu vực kinh tế trong nước ghi nhận mức tăng trưởng dương tháng thứ năm liên tiếp khi tăng 9.9% svck, với giá trị xuất khẩu đạt 9.5 tỷ USD - chiếm 16% tổng kim ngạch.

Hình 7: Kim ngạch xuất khẩu hàng hóa các tháng (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 8: Tăng trưởng xuất khẩu theo tháng của doanh nghiệp nội địa và FDI (% svck)



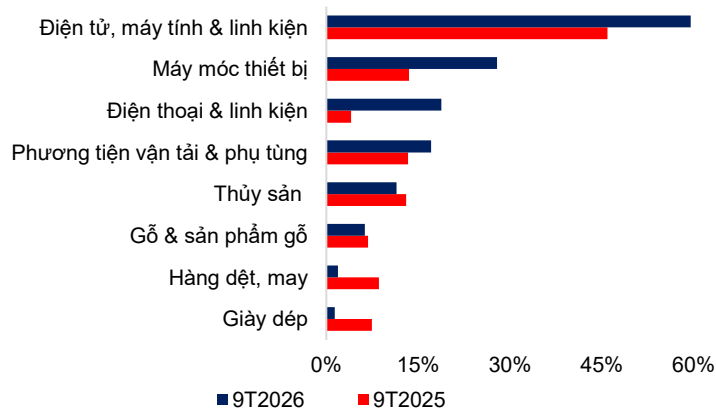
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Lũy kế 9T2026, kim ngạch xuất khẩu đạt 434.3 tỷ USD (+24.5% svck), với nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: điện tử, máy tính & linh kiện (+59.6% svck); máy móc thiết bị (+27.9% svck); điện thoại & linh kiện (+18.8% svck). Ở chiều ngược lại, một số mặt hàng ghi nhận mức tăng trưởng âm như: gạo (-12.3% svck); dầu thô (-11.9% svck); cà phê (-6.9% svck). Về thị trường xuất khẩu, Hoa Kỳ là thị trường lớn nhất của Việt Nam với kim ngạch ước đạt 140 tỷ USD (+24.2% svck). Trong khi đó, kim ngạch xuất khẩu sang Trung Quốc đạt 65.9 tỷ USD, tăng 32.9% svck – cao hơn nhiều so với mức tăng 11.3% của cùng kỳ năm ngoái. Bên cạnh đó, xuất khẩu sang EU tăng 21.7% svck, đạt gần 50.8 tỷ USD.

Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 58.21 tỷ USD (+45.85% svck) trong T9, và lũy kế 9 tháng đầu năm đạt 453.7 tỷ USD (+36.7% svck). Trong đó, nhiều mặt hàng có mức tăng trưởng cao như: xăng dầu (+79.3% svck); điện tử, máy tính & linh kiện (+71.7% svck); kim loại thường khác (+37.3% svck). Các mặt hàng liên quan đến xăng dầu ghi nhận đã 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 41.3% tổng kim ngạch nhập khẩu) với kim ngạch ước đạt 187.3 tỷ USD (+39.3% svck). Kim ngạch nhập khẩu từ Hàn Quốc ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng khi tăng 55.9% svck (cùng kỳ năm ngoái tăng 7%). Ngoài ra, kim ngạch nhập khẩu từ Hoa Kỳ cũng tăng trưởng tích cực ở mức 27.2% svck, đạt 17.4 tỷ USD.

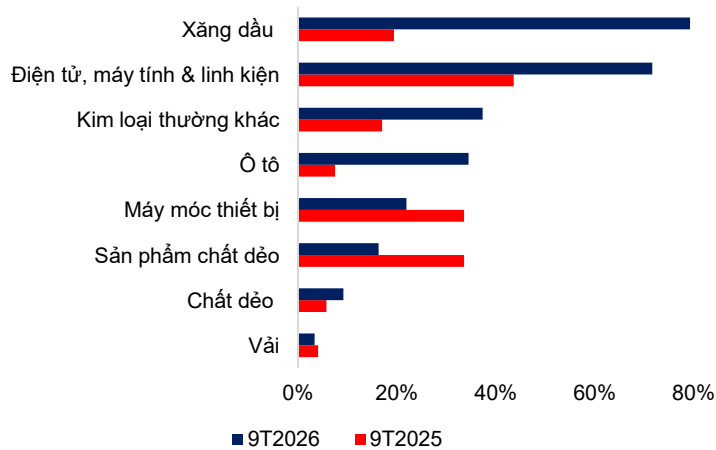
Theo đó, cán cân thương mại hàng hóa xuất siêu trở lại sau 9 tháng nhập siêu liên tiếp, trị giá 1.27 tỷ USD trong T9. Nhờ đó, mức thâm hụt thương mại lũy kế đã giảm xuống còn 19.42 tỷ USD - từ mức 20.69 tỷ USD của 8T2026. Tuy vậy, kết quả này vẫn đối lập hoàn toàn so với trạng thái xuất siêu 16.82 tỷ USD ghi nhận trong cùng kỳ năm ngoái.

Hình 9: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị xuất khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



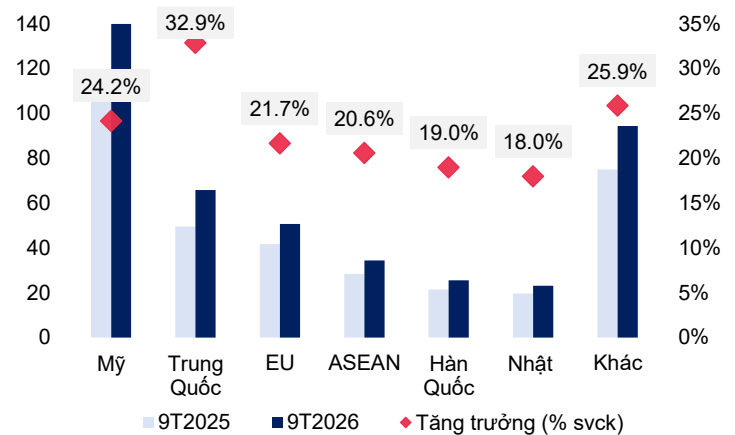
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 11: Tăng trưởng của các mặt hàng có giá trị nhập khẩu lớn nhất lũy kế từ đầu năm (%svck)



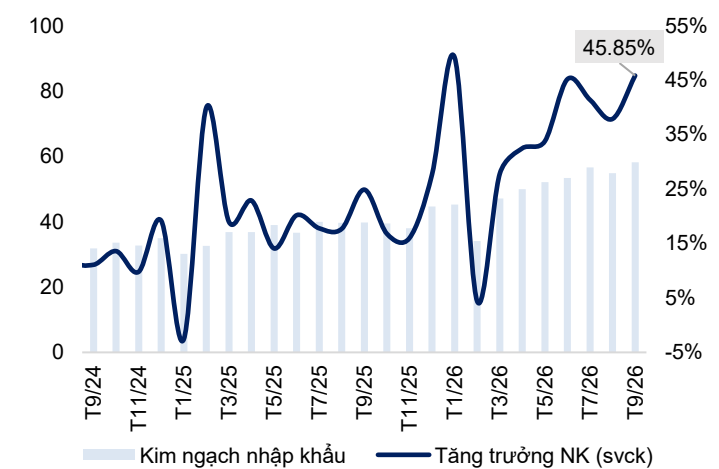
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 10: Thị trường xuất khẩu của Việt Nam trong 9T2026 (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 12: Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa các tháng (Tỷ USD)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Chúng tôi kỳ vọng xuất khẩu duy trì mức tăng trưởng hai chữ số đến cuối năm nhờ: (1) Theo WTO và WB, thương mại toàn cầu năm nay tiếp tục được hưởng lợi từ nhu cầu đầu tư vào AI; (2) Việt Nam tiếp tục đẩy mạnh đa dạng hóa thị trường xuất khẩu sang EU, Hàn Quốc và thúc đẩy đàm phán các FTA mới. Tuy nhiên, áp lực lên xuất khẩu vẫn còn: PMI T9 cho thấy đơn hàng xuất khẩu mới đã giảm tháng thứ hai liên tiếp, và nhu cầu thế giới có thể suy yếu khi lạm phát toàn cầu tăng dưới áp lực giá năng lượng neo cao. **Dựa vào các yếu tố trên, chúng tôi ước tăng trưởng xuất khẩu sẽ dao động trong khoảng 24.5% - 26% trong năm 2026.**

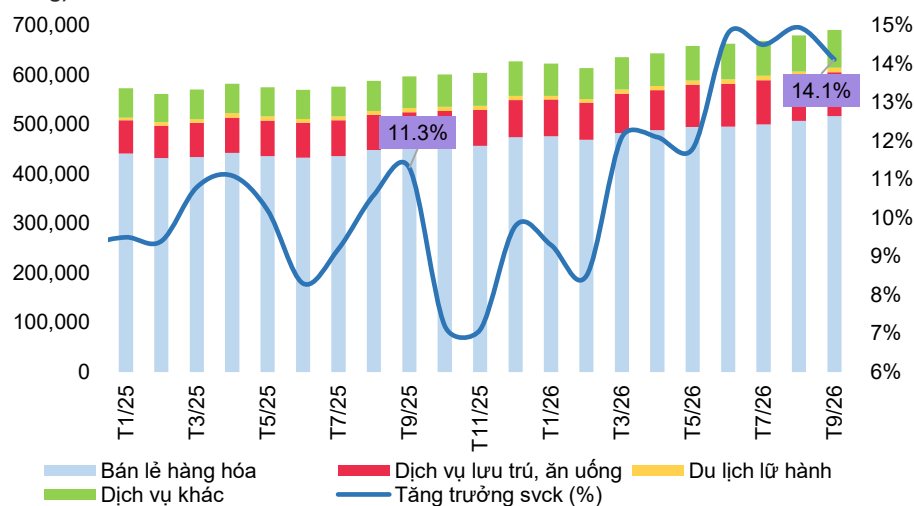
Mức tăng trưởng kim ngạch nhập khẩu đến cuối năm được kỳ vọng sẽ hạ nhiệt khi khối lượng nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu trong các tháng đầu năm sẽ chuyển hóa thành hàng hóa khi bước vào mùa cao điểm sản xuất, xuất khẩu trong những tháng cuối năm. Tuy nhiên, mức tăng trưởng của nhập khẩu trong năm 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 Hoa Kỳ 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 32.6% - 33.7% trong năm 2026.** Theo đó, thâm hụt thương mại năm 2026 ước khoảng 10 - 12 tỷ USD.

Tiêu dùng nội địa duy trì tốc độ tăng trưởng hai chữ số

Trong tháng 9, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 1.7% so với tháng trước và tăng 14.1% svck. Lũy kế từ đầu năm, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 13.4% svck. Tuy nhiên, nếu loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực tế trong 9 tháng đầu năm chỉ tăng 7.8% svck – cao hơn một chút so với mức 7.2% của cùng kỳ năm ngoái, và thấp hơn so với mức tăng trung bình ~8.5% của giai đoạn trước đại dịch Covid-19.

Trong 9 tháng đầu năm, doanh thu bán lẻ hàng hóa tăng 12.8% svck; doanh thu dịch vụ lưu trú, ăn uống tăng 16.7% svck và doanh thu du lịch lữ hành tăng 17.9% 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 1.77 triệu lượt khách quốc tế trong T9 (+16.1% svck). Theo đó, lượng khách quốc tế đến Việt Nam trong 9 tháng đầu năm đạt 17.7 triệu lượt người (+14.5% svck) - hoàn thành 70.8% mục tiêu đón 25 triệu lượt khách quốc tế trong năm 2026 của ngành du lịch, qua đó tạo nền tảng thuận lợi để bứt phá trong những tháng cuối năm.

Hình 13: Doanh thu bán lẻ hàng hóa, dịch vụ tiêu dùng so với cùng kỳ năm trước (Tỷ đồng)



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

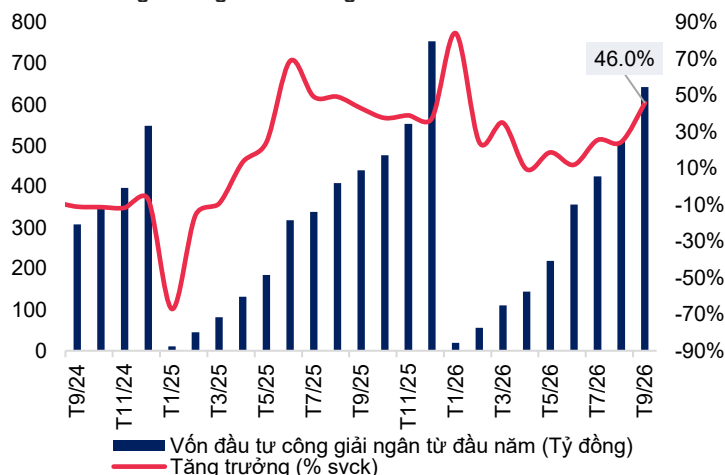
Giải ngân đầu tư công tăng mạnh trong T9

Trong tháng 9, vốn FDI đăng ký cấp mới tăng hơn 5.5 lần svck, đạt 7.52 tỷ USD. Trong khi đó, vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài giải ngân trong tháng 9 tăng 12.4% svck, đạt 3.82 tỷ USD. Tính chung trong 9T2026, vốn FDI đăng ký cấp mới đạt 29.24 tỷ USD (+135.9% svck). Trong khi vốn FDI giải ngân đạt 21.07 tỷ USD (+12.1% svck), là mức cao nhất của chín tháng trong 5 năm qua. Trong đó, công nghiệp chế biến, chế tạo đạt 17.40 tỷ USD (chiếm 82.6% tổng vốn đầu tư); hoạt động kinh doanh bất động sản đạt 1.59 tỷ USD (chiếm 7.5%) và sản xuất, phân phối điện, khí đốt, nước nóng, hơi nước và điều hòa không khí đạt 723.4 triệu USD (chiếm 3.4%). 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 9 tháng đầu năm 2026 đạt 50.36 tỷ USD (+76% svck), là mức cao nhất theo năm kể từ 2008.

Theo số liệu của Bộ Tài chính, số vốn đầu tư công giải ngân ước đạt gần 133.4 nghìn tỷ đồng trong T9, gấp gần 4.3 lần svck. Lũy kế đến hết 30/9, vốn đầu tư công giải ngân đạt gần 643 nghìn tỷ đồng (+46% svck) - hoàn thành 62% kế hoạch năm

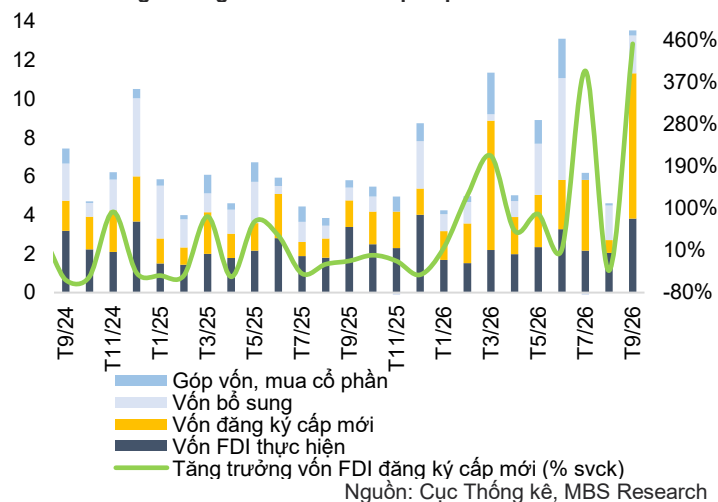
và 62.9% kế hoạch Thủ tướng Chính phủ giao. So với cùng kỳ năm 2025, kết quả giải ngân cao hơn khoảng 202.6 nghìn tỷ đồng về số tuyệt đối và 12.9% về tỷ lệ.

Hình 14: Tăng trưởng đầu tư công



Nguồn: Bộ Tài chính, MBS Research

Hình 15: Tăng trưởng vốn đầu tư FDI tại Việt Nam



Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

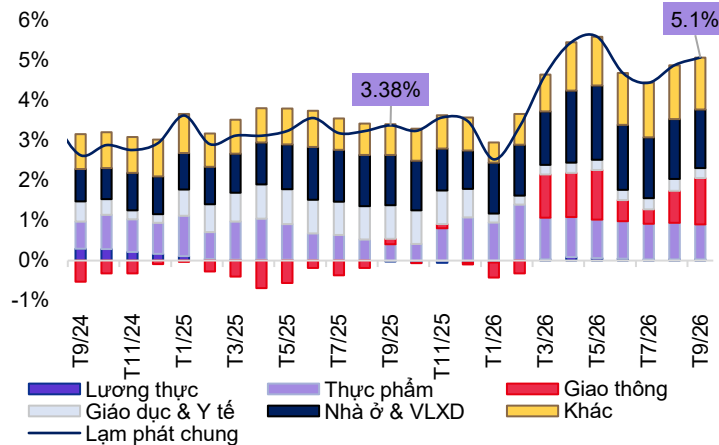
Áp lực lạm phát vẫn kéo dài trong những tháng cuối năm

Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) trong T9 tăng 0.62% so với tháng trước, và tăng 5.08% svck - mức tăng cao nhất kể từ T6. Chỉ số CPI tăng trở lại chủ yếu được thúc đẩy bởi đà tăng của giá xăng dầu. Cụ thể, căng thẳng leo thang ở khu vực Trung Đông đã đẩy giá dầu Brent tăng mạnh 14.4% trong T9, thậm chí có thời điểm đã chạm mốc cao nhất kể từ giữa T5/26 tại 108 USD/thùng. Đến cuối kỳ, giá dầu Brent dao động quanh mức 103.5 USD/thùng (+70.4% YTD). Theo đó, giá xăng E10 và dầu Diesel đã lần lượt tăng 19.8% và 8.6% so với cuối T8. Do đó, chỉ số giá nhóm giao thông trong T9 đã tăng mạnh 11.67% svck (+3.65 điểm phần trăm so với T8) và tác động làm CPI chung tăng 1.16 điểm phần trăm.

Tính chung trong 9 tháng đầu năm, chỉ số CPI đã tăng vượt mức mục tiêu 4.5% của Chính phủ khi tăng 4.52% svck (cùng kỳ năm ngoái tăng 3.27%). 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 4.7%, 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 7.14% do chi phí nguyên liệu và dịch vụ tăng. (2) Giá vật liệu bảo dưỡng nhà ở tăng 13.1% do giá vật liệu xây dựng và nhu cầu xây dựng tăng. (3) Giá điện sinh hoạt tăng 4.4% svck do nhu cầu sử dụng điện tăng trong những tháng nắng nóng. (4) Giá nhóm giao thông tăng 6.06% chủ yếu do giá xăng dầu tăng mạnh kể từ T3. Lũy kế từ đầu năm, lạm phát cơ bản tăng 4.26% svck.

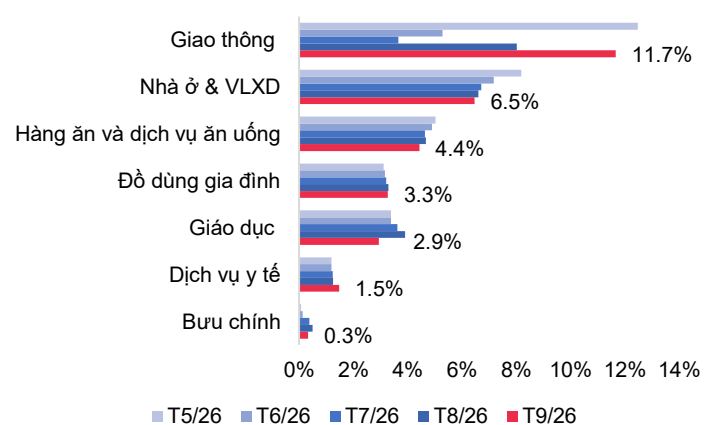
Chúng tôi cho rằng vẫn còn nhiều áp lực lên lạm phát trong những tháng còn lại của năm, bao gồm: (1) Giá dầu thế giới neo ở mức cao khi căng thẳng tại Trung Đông vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Là quốc gia nhập khẩu năng lượng ròng, việc giá dầu thế giới neo ở mức cao sẽ gây áp lực đáng kể lên giá xăng 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 4.5% - 4.7% svck.

Hình 16: Đóng góp của các nhóm hàng vào tăng trưởng CPI (%)



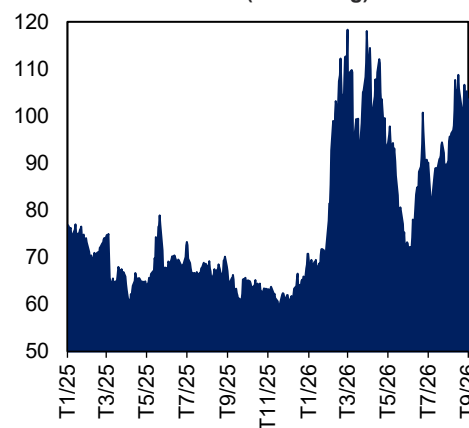
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 17: Diễn biến các nhóm hàng hóa chính trong rổ CPI (% svck)



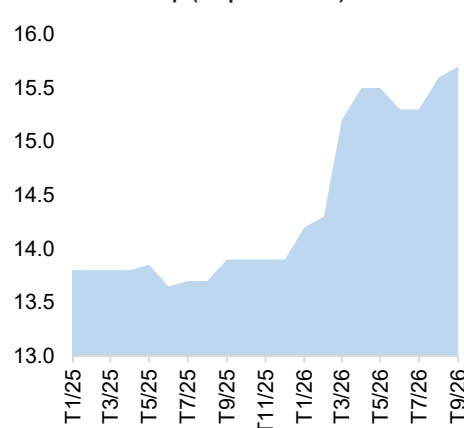
Nguồn: Cục Thống kê, MBS Research

Hình 18: Giá dầu Brent (USD/thùng)



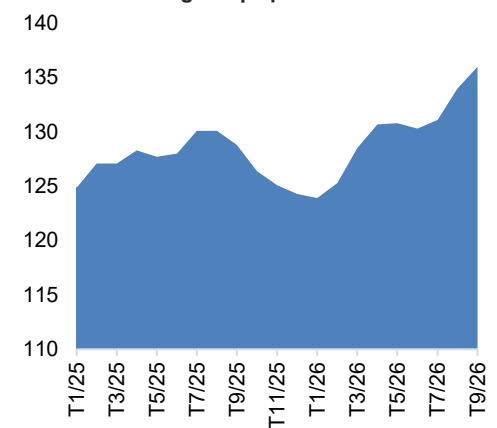
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 19: Giá thép (Triệu VND/tấn)



Nguồn: MBS Research

Hình 20: Chỉ số giá thực phẩm FAO



Nguồn: FAO, MBS Research

Mặt bằng lãi suất huy động vẫn duy trì ở mức cao

Lãi suất qua đêm giảm về mức thấp nhất kể từ T3/24 tại 0.13% trước khi tăng trở lại lên mức 7.1% vào cuối kỳ do yếu tố mùa vụ

Trong T9, NHNN bơm hơn 172.3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO (-26% so với T8), kỳ hạn 7 - 91 ngày và lãi suất 4.5%. Trong khi đó, lượng OMO đáo hạn đạt hơn 259 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã hút ròng gần 86.7 nghìn tỷ đồng trong kỳ. Qua đó đưa lượng OMO lưu hành trong hệ thống về mức hơn 150.5 nghìn tỷ đồng, giảm 37% so với cuối T8.

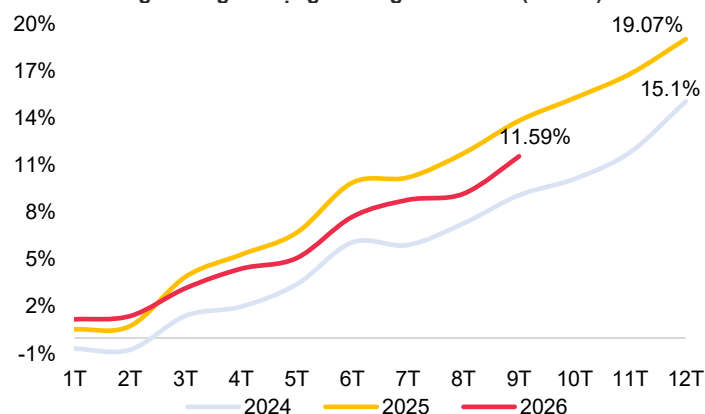
Từ mức 5.7% ở đầu T9, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm duy trì xu hướng giảm khá ổn định, trước khi tăng lên mức 6.6% vào phiên ngày 21/9. Trong bối cảnh này, NHNN đã bơm ròng gần 48 nghìn tỷ đồng trong ngày 21/9 - mức bơm ròng theo ngày cao nhất kể từ đầu T2 (khi lãi suất liên NH kỳ hạn qua đêm tăng mạnh lên mức 17%). Cùng với đó, NHNN cũng tái kích hoạt công cụ FX Swap USD/VND với tổng hạn mức tối đa là 2 tỷ USD trong phiên ngày 21/9 nhằm hỗ trợ giảm áp lực thanh khoản. Nhờ đó, lãi suất qua đêm đã giảm mạnh về mức thấp nhất kể từ T3/24 tại 0.13% vào ngày 29/9. Đến ngày cuối tháng, lãi suất qua đêm đảo chiều tăng trở lại lên mức cao nhất kể từ cuối T6 tại 7.1% chủ yếu do yếu tố mùa vụ khi áp lực thanh khoản thường có xu hướng gia tăng vào thời điểm cuối quý. Đến ngày đầu tiên của T10, lãi suất qua đêm đã quay đầu giảm trở lại về quanh mức 4%. Đối với các kỳ hạn 1 tuần - 1 tháng, lãi suất ở thời điểm cuối T9 dao động trong khoảng 6.25% - 6.7%. Trong khi lãi suất kỳ hạn 6 tháng kết tháng ở mức 8.1%.

Lãi suất huy động điều chỉnh trái chiều, song mặt bằng lãi suất vẫn duy trì ở mức cao

Mặt bằng lãi suất huy động ghi nhận những diễn biến trái chiều trong T9. Cụ thể, trong số 16 ngân hàng chúng tôi theo dõi, có 6 NH tăng lãi suất từ 20 - 40 điểm cơ bản ở các kỳ hạn 6 - 24T. Ở chiều ngược lại, có 4 NH điều chỉnh giảm lãi suất từ 10 - 60 điểm cơ bản ở các kỳ hạn từ 12 - 24T.

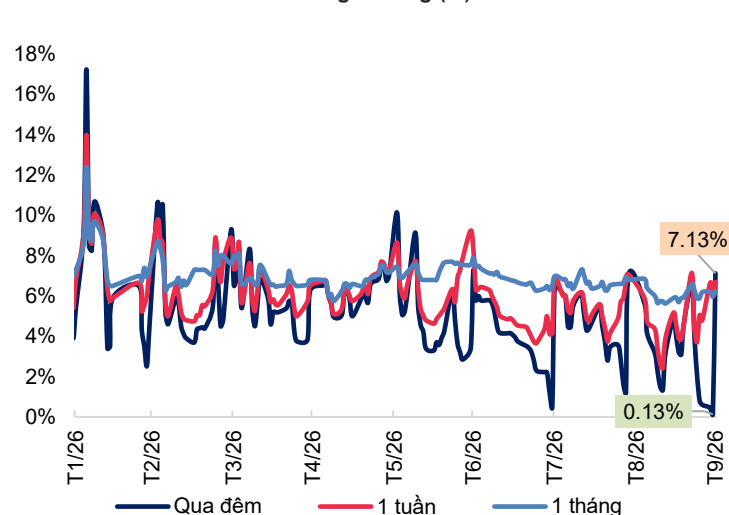
Dựa trên dữ liệu khảo sát thực tế đối với các chương trình lãi suất ưu đãi, đến cuối T9, lãi suất kỳ hạn 6T cao nhất ở mức 9.4% cho mức tiền gửi 500 triệu đối với hình thức gửi online. Đối với kỳ hạn 12T, VPB và Vikki Bank là hai ngân hàng có lãi suất huy động 12T cao nhất ở mức 9.3%/năm. Trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier-1 đến cuối T9 giảm nhẹ 3 điểm cơ bản so với cuối T8 về mức 8.29% (+253 điểm cơ bản so với đầu năm); trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier-2 tăng 8 điểm cơ bản trong kỳ lên mức 8.6% (+273 điểm cơ bản so với đầu năm). Theo đó, trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của các NHTM đến cuối kỳ tăng lên mức 8.45% (+263 điểm cơ bản so với đầu năm). Việc mặt bằng lãi suất vẫn neo ở mức cao tiếp tục giúp cải thiện tốc độ huy động vốn trong T9. Tính đến ngày 30/9, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 0.6% so với cuối T8, trong khi huy động tăng tới 1.5%. 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 11.6%, trong khi huy động vốn tăng 9.8%. Do đó, vẫn phần nào gây áp lực lên mặt bằng lãi suất.

Hình 21: Tăng trưởng tín dụng toàn ngành kinh tế (% YTD)



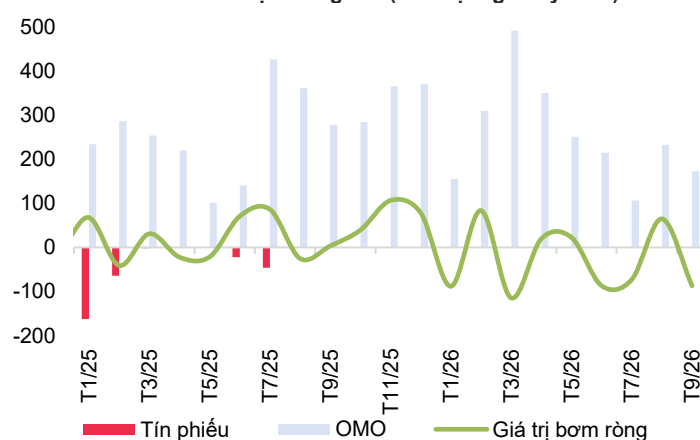
Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 23: Diễn biến lãi suất liên ngân hàng (%)



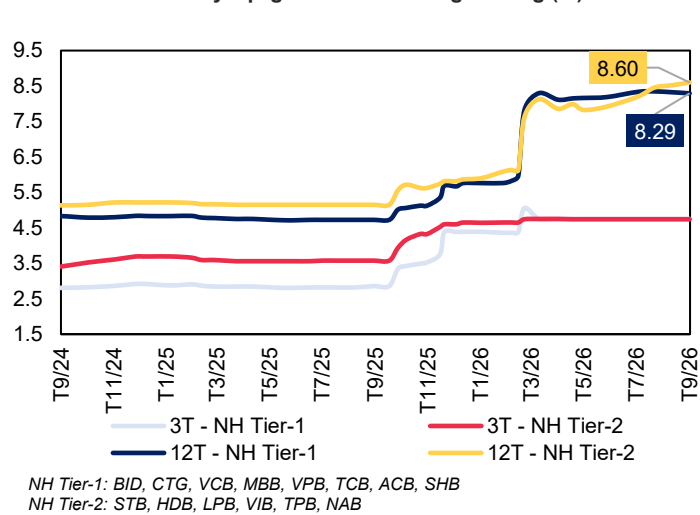
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 22: Thanh khoản thị trường mở (Đơn vị: Nghìn tỷ VND)



Nguồn: NHNN, MBS Research

Hình 24: Lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng (%)



NH Tier-1: BID, CTG, VCB, MBB, VPB, TCB, ACB, SHB
NH Tier-2: STB, HDB, LPB, VIB, TPB, NAB

Nguồn: Các NHNY, MBS Research

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

Chỉ số DXY tăng mạnh trong bối cảnh giá dầu neo cao và kỳ vọng Fed tiếp tục tăng lãi suất

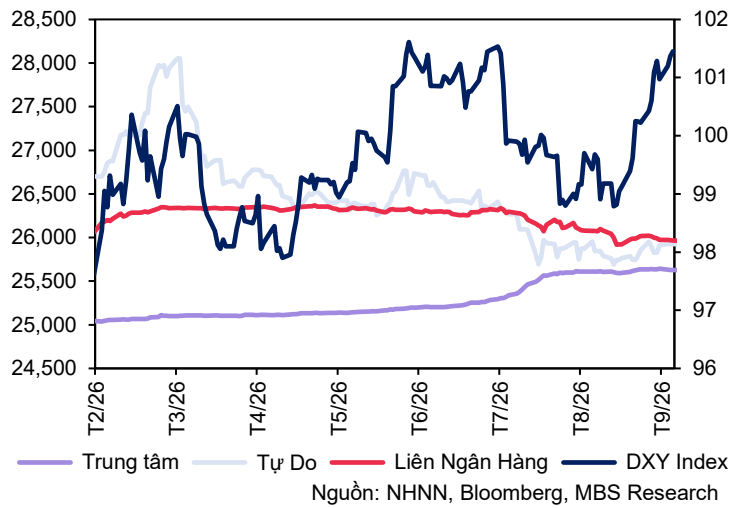
Chỉ số DXY tăng 2% trong T9 - mức tăng theo tháng lớn nhất trong 3 tháng qua, kết thúc ở mức 101.45. Đà tăng của đồng USD diễn ra trong bối cảnh giá dầu bất tăng mạnh trở lại trong T9 làm gia tăng áp lực lên lạm phát, qua đó củng cố thêm cho kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục duy trì lập trường thận trọng về lãi suất. Cụ thể, căng thẳng leo thang trở lại tại Trung Đông đã đẩy giá dầu Brent lên mức cao nhất kể từ giữa T5 tại 108.8 USD/thùng. Trong khi đó, dữ liệu kinh tế Mỹ tiếp tục cho thấy nền kinh tế vẫn tương đối ổn định với số lượng việc làm T8 ghi nhận mức tăng tích cực khoảng 162 nghìn việc (so với dự báo khoảng 55 nghìn việc) và doanh số bán lẻ lõi tăng 1.4% - mức tăng lớn nhất trong 5 tháng qua. Tuy nhiên, áp lực lạm phát vẫn dai dẳng khi trong T8, chỉ số CPI lõi tăng 2.4% svck và chỉ số PCE toàn phần tăng 3.4% svck - vẫn cao hơn đáng kể so với mục tiêu 2% của Fed. Theo đó, tại cuộc họp ngày 16/9, Fed đã nâng lãi suất thêm 25 điểm cơ bản lên mức 3.75 - 4%/năm - đánh dấu lần tăng đầu tiên kể từ T7/23. Việc rủi ro lạm phát và kỳ vọng lãi suất neo ở mức cao đã khiến lợi suất TPCP Mỹ tiếp tục đà tăng mạnh, với lợi suất kỳ hạn 30 năm đạt 5.63% và kỳ hạn 10 năm đạt 5.28%, đều là mức cao nhất kể từ năm 2002. Theo công cụ CME Fedwatch, hiện thị trường đang định giá khoảng 57% xác suất Fed sẽ tăng lãi suất trong kỳ họp T12.

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

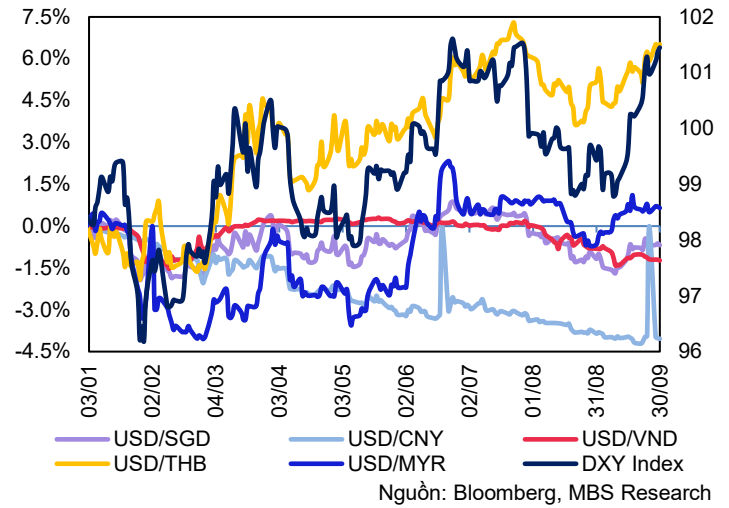
Mặc dù chỉ số DXY tăng mạnh 2% trong tháng, song mặt bằng tỷ giá trong nước nhìn chung vẫn khá ổn định. Cụ thể, tỷ giá USD/VND liên NH đến cuối T9 ở mức 25,964 VND/USD (-1.17% YTD) - giảm 0.4% so với cuối T8, qua đó đánh dấu tháng giảm thứ năm liên tiếp. Cùng với đó, tỷ giá tự do cũng giảm nhẹ 0.1% so với cuối T8 về mức 25,925 (-3.7% YTD). Sự hạ nhiệt của tỷ giá tự do được hỗ trợ bởi giá vàng quốc tế giảm khoảng 6% trong tháng, giúp giảm nhu cầu USD phục vụ cho việc nhập khẩu vàng trong nước. Ở chiều ngược lại, tỷ giá trung tâm tiếp tục được điều chỉnh tăng nhẹ 0.1% so với cuối T8 lên mức 25,627 VND/USD (+2% 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 mạnh lên trong các tháng cuối năm khi giá dầu neo cao gây áp lực lên lạm phát, qua đó củng cố kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục giữ lãi suất ở mức cao trong thời gian tới. 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).

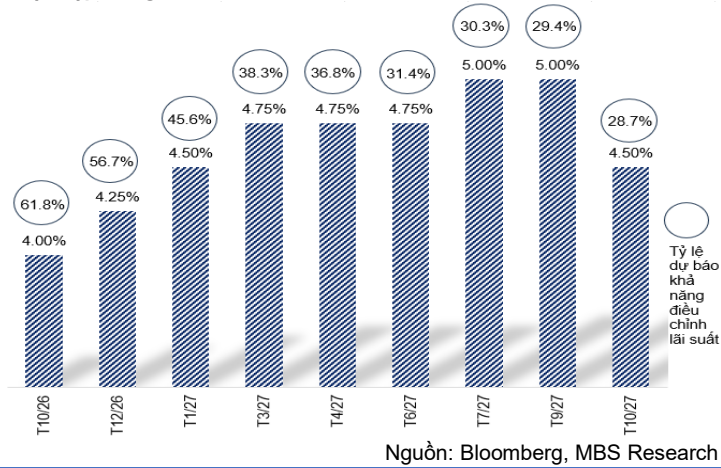
Hình 25: Tỷ giá USD/VND



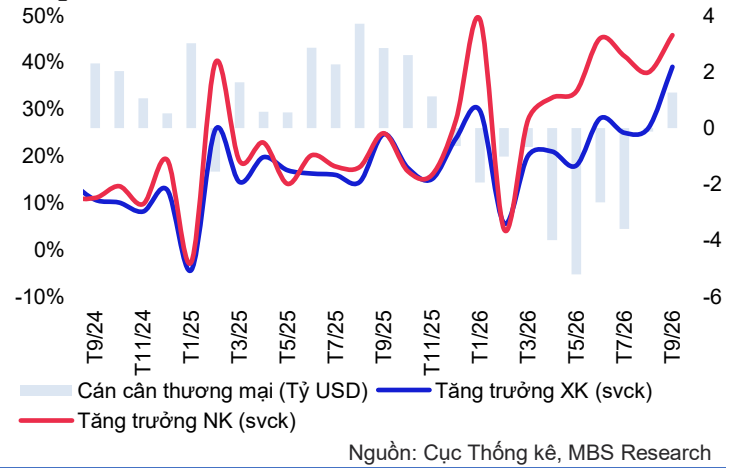
Hình 26: Diễn biến tỷ giá một số đồng tiền trong khu vực tính từ đầu năm 2026



Hình 27: Thị trường kỳ vọng Fed sẽ tăng lãi suất 25 điểm cơ bản trong cuộc họp tháng 12



Hình 28: Tăng trưởng xuất nhập khẩu và cán cân thương mại hàng tháng



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	560 - 563
Tăng trưởng GDP (%)	8.02	5.05	7.09	8.02	9 - 9.5
Công nghiệp & xây dựng (%)	7.8	3.7	8.2	8.95	11.5
Dịch vụ (%)	10	6.8	7.4	8.6	8.9
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	24.5 - 26
Nhập khẩu hàng hóa (%)	8.4	-8.9	16.7	19.4	32.6 - 33.7
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	4.5 - 4.7
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