

Cập nhật vĩ mô

Chuyên viên Phân tích

Phạm An Vy

vy.phaman@vndirect.com.vn

Chỉ tiêu chính		
	Q3/25	Q3/26
Tăng trưởng GDP	8,25%	9,95%
Công nghiệp xây dựng	9,4%	12,5%
Dịch vụ	8,7%	9,5%
Nông nghiệp	3,7%	4,2%
	T8/26	T9/26
Bán lẻ (svck)	14,9%	14,1%
Khách QT (triệu lượt)	2,0	1,8
Xuất khẩu (svck)	26,0%	39,1%
Nhập khẩu (svck)	37,9%	45,8%
Cán cân thương mại (tỷ USD)	(0,1)	1,3
PMI	53,3	51,9
IIP (svck)	13,5%	16,7%
FDI thực hiện (svck)	13,9%	12,4%
VĐT từ NSNN (svck)	23,5%	20,4%
CPI (svck)	4,89%	5,08%
USD/VND	26.075	25.964
LS tái cấp vốn	4,5%	4,5%
LS tái chiết khấu	3,0%	3,0%
Tăng trưởng TD	9,71%	11,6%
Lợi suất TPCP		
5 năm	4,30%	4,29%
10 năm	4,45%	4,47%

GDP quý 3 áp sát 10%, tạo đà tăng tốc cuối năm

- GDP Q3/26 đạt 9,95%, là quý tăng trưởng cao nhất nhiều năm
- Xuất siêu 1,27 tỷ USD trong 9 tháng sau 8 tháng liên tiếp nhập siêu

GDP quý 3 tăng trưởng cao nhất nhiều năm

GDP quý 3 tăng 9,95% svck, cao hơn 8,81% của Q2 và 8,15% của Q1, đưa 9T26 lên 9,01%. Dịch vụ (+9,5%, đóng góp 43,3%), và công nghiệp và xây dựng (+12,5%, đóng góp 51,6%). Chúng tôi nâng dự báo GDP 2026 lên 9,6% (từ 8,7% trước đó) với kỳ vọng tăng trưởng Q4/26 tăng tốc đạt 10,8%-11,2%.

Sản xuất công nghiệp dẫn dắt tăng trưởng, PMI hạ nhiệt nhẹ từ nền cao

IIP tháng 9 tăng 3,3% sv tháng trước và 16,7% svck; đưa 9T26 lên 12,3%, dẫn dắt bởi CN chế biến, chế tạo (+12,9%) với các mặt hàng tăng trưởng mạnh như kim loại, đồ uống và điện tử. PMI sản xuất giảm về 51,9 điểm (từ 53,3) với đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục giảm.

CPI vượt trần mục tiêu 4,5% lần đầu trong năm

CPI tháng 9 tăng 0,62% sv tháng trước và 5,08% svck, đưa bình quân 9T26 lên 4,52%, vượt trần 4,5% của Quốc hội lần đầu trong năm. Nhóm Giao thông tăng 3,97% sv tháng trước (+0,40 đpt) do giá xăng tăng cao. CPI lõi hạ nhẹ xuống 4,45% svck (so với 4,55% svck tháng 8). Chúng tôi dự báo CPI bình quân cả năm ở ngưỡng 4,6%-4,7%, vượt nhẹ mức trần mục tiêu của Chính phủ.

Sức mua thực cải thiện nhẹ dù áp lực lạm phát tiếp tục gia tăng

Tổng mức bán lẻ tháng 9 tăng 14,1% svck, đưa lũy kế 9T26 tăng 13,4% svck. Tăng trưởng thực đạt 7,8%, cải thiện từ 7,6% của 8T26 dù áp lực lạm phát tiếp tục gia tăng. Chúng tôi dự báo tăng trưởng bán lẻ (danh nghĩa) Q4/26 ở ngưỡng 14%-15% svck, theo đó cả năm khoảng 13,5%-13,8% (nâng từ 12% trước đó).

Cán cân thương mại xuất siêu trong tháng 9

Cán cân thương mại T9/26 xuất siêu 1,27 tỷ USD, ngừng chuỗi 8 tháng nhập siêu khi tăng trưởng tháng của xuất khẩu (+8,5%) vượt nhập khẩu (+6,0%). Chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng xuất khẩu lên 26,4% và nhập khẩu lên 34,7% trong 2026; khiến nhập siêu lũy kế thu hẹp về 12-15 tỷ vào cuối năm.

Tài khóa mở rộng hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng 2 con số

Tháng 9 ngân sách bội chi với thu 162,7 nghìn tỷ và chi 256,8 nghìn tỷ. Theo Bộ Tài chính, tiến độ giải ngân đầu tư công đã đạt khoảng 63% kế hoạch tính đến ngày 1/10, cao hơn đáng kể so với cùng kỳ các năm trước về cả tỷ lệ giải ngân và giá trị tuyệt đối, cho thấy nỗ lực đẩy mạnh giải ngân đang phát huy hiệu quả và tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

FDI lập kỷ lục, dòng vốn chất lượng cao tiếp tục tập trung vào công nghiệp

Vốn FDI đăng ký 9T26 đạt 50,4 tỷ USD (+76,4% svck), trong đó tháng 9 đạt 9,7 tỷ USD (4,1x svck), chủ yếu là vốn cấp mới và có phần đóng góp lớn của hai dự án từ Luxembourg (khoảng 5,0 tỷ USD). Vốn thực hiện đạt 21,1 tỷ USD (+12,1%, cao nhất 5 năm), tháng 9 đạt 3,8 tỷ USD.

Hình 1: Các chỉ tiêu vĩ mô chính và xu hướng tháng

	T1/26	T2/26	T3/26	T4/26	T5/26	T6/26	T7/26	T8/26	T9/26	Xu hướng
PMI (điểm)	52,5	54,3	51,2	50,5	52,8	51,8	52,8	53,3	51,9	Tích cực
IIP (% svck)	19,4	0,6	7,2	9,9	10,1	12,9	15,4	13,5	16,7	Tích cực
Xuất khẩu (% svck)	30,3	18,5	19,1	19,9	19,5	21,0	21,7	22,4	24,5	Tích cực
Nhập khẩu (% svck)	50,2	26,6	27,8	29,9	30,8	33,4	34,8	35,3	36,7	Tích cực
Cán cân thương mại (tỷ USD)	-1,9	-1,1	-1,5	-4,0	-5,4	-2,6	-3,6	-0,1	1,3	Trung tính
CPI (% svck)	2,5	3,4	4,7	5,5	5,6	4,7	4,5	4,9	5,1	Tiêu cực
CPI lõi (% svck)	3,2	3,7	4,0	4,7	4,7	4,5	4,6	4,5	4,5	Tiêu cực
Bán lẻ (% svck)	9,1	10,3	11,4	11,1	11,2	12,9	12,9	13,3	13,4	Tích cực
Khách quốc tế (triệu lượt)	2,5	2,2	2,1	2,0	1,8	1,7	1,7	2,0	1,8	Trung tính
FDI đăng ký (lũy kế, % svck)	-40,5	-12,6	38,4	32,0	34,9	61,0	58,0	55,4	76,5	Tích cực
FDI giải ngân (lũy kế, % svck)	11,3	8,8	9,1	9,8	9,6	11,2	11,8	12,0	12,1	Tích cực
VĐT thực hiện NSNN (% svck)	23,5	2,9	9,7	12,2	14,2	22,8	24,8	23,5	20,4	Tích cực

Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

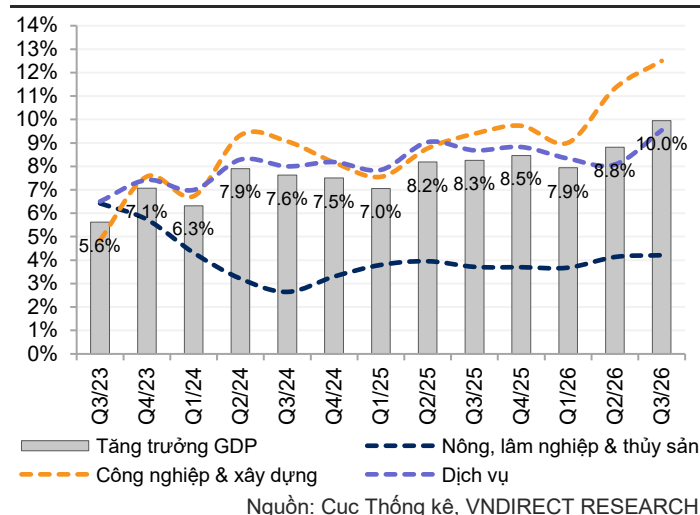
Kinh tế Việt Nam

GDP quý 3 vượt dự báo, tiến gần ngưỡng hai con số

Cục thống kê Quốc gia (NSO) công bố số liệu GDP Q3/26 ước tính tăng 9,95% svck, vượt mức 8,15% của Q1/26 và 8,81% của Q2/26 (Hình 2). Đây là mức tăng quý 3 cao thứ 2 trong giai đoạn 2011-2026, chỉ sau Q3/22 (mở cửa sau COVID-19). Động lực chủ đạo đến từ lĩnh vực công nghiệp & xây dựng tăng trưởng mạnh mẽ đạt 12,5%, đóng góp tới 51,6% vào mức tăng chung. Trong đó, ngành công nghiệp chế biến chế tạo tăng 12,3%, cải thiện so với mức tăng 11,2% của Q2/26, phản ánh xu hướng mở rộng sản xuất của doanh nghiệp nhằm đáp ứng đơn hàng gia tăng gồm cả trong nước và xuất khẩu. Ngành khai khoáng và sản xuất phân phối điện/khí đốt cũng tăng mạnh lần lượt 9,5% (sv 9,7% trong Q2/26) và 13,1% (sv 11,9% trong Q2/26) trong Q3/26 nhờ tận dụng chu kỳ ngành khi giá dầu quốc tế neo cao cũng như nhu cầu tự chủ an ninh năng lượng quốc gia. Đặc biệt tăng trưởng xây dựng bứt phá đạt 14,2% svck trong Q3/26 (sv 12,6% trong Q2/26) nhờ các dự án hạ tầng lớn được tăng tốc triển khai (Hình 3).

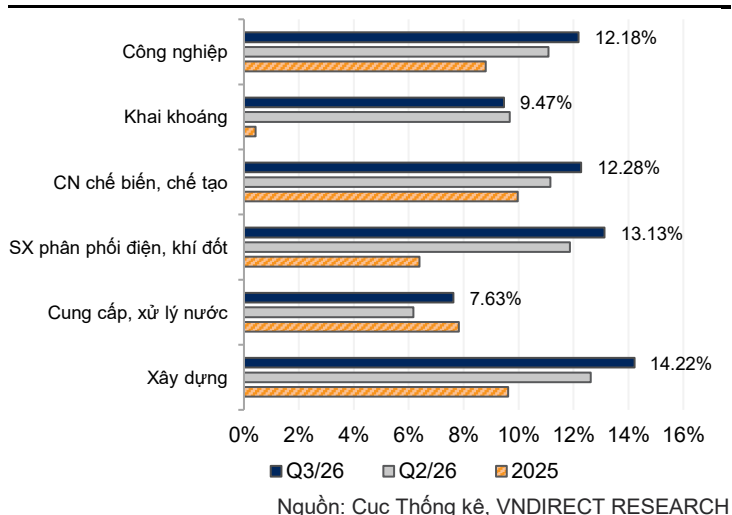
Hình 2: Tăng trưởng GDP quý 2 các năm

Q3/26 là quý tăng trưởng mạnh nhất trong chuỗi so sánh theo quý nhiều năm



Hình 3: Tăng trưởng ngành Công nghiệp & Xây dựng

Xây dựng (+14,2%) và SX phân phối điện (+13,1%) dẫn đầu; chế biến, chế tạo tăng tốc lên 12,3% (từ 11,2% ở Q2)



Khu vực dịch vụ là điểm sáng nổi bật của quý 3, phục hồi mạnh lên 9,5% svck từ mức thấp 8,1% của quý 2 và đóng góp 43,3% vào tăng trưởng chung. Cú hích rõ rệt nhất đến từ nhóm hoạt động của Đảng Cộng sản, tổ chức chính trị và xã hội, quản lý Nhà nước, an ninh quốc phòng khi đảo chiều từ mức giảm 9,5% trong quý 2 sang tăng 4,7% svck.

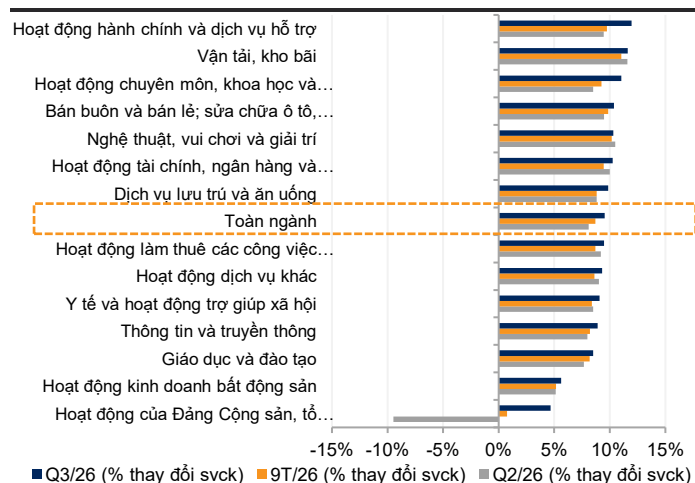
Nền tảng bền vững hơn nằm ở xu hướng cải thiện của sức mua. Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng quý 3 tăng 14,5% svck và 3,3% so với quý 2; lũy kế 9 tháng đạt 5.925,7 nghìn tỷ đồng, tăng 13,4% svck. Quan trọng hơn, sau khi loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực đạt 7,8%, nhích lên từ 7,6% của 8 tháng và cao hơn đáng kể mức 7,2% cùng kỳ năm trước. Đây là tín hiệu đáng ghi nhận, cho thấy sức mua đang dần cải thiện chứ không chỉ được “thổi” lên bởi mặt bằng giá.

Đà cải thiện sức mua đã thúc đẩy tăng trưởng của những nhóm dịch vụ liên quan trong Q3/26 như: bán buôn và bán lẻ tăng 10,4% svck (sv +9,5% Q2/26), lưu trú và ăn uống tăng 9,8% (sv +8,8% Q2/26). Cùng với đó, một số nhóm dịch vụ khác duy trì tốc độ tăng trưởng cao trong Q3/26 như vận tải, kho bãi tăng 11,6%, hoạt động chuyên môn, khoa học và công nghệ tăng 11,0%, tài chính - ngân hàng - bảo hiểm tăng 10,3% (Hình 4).

Lũy kế 9T26, tăng trưởng GDP đạt 9,01%. Về sử dụng GDP, tăng trưởng được thúc đẩy chủ đạo từ tích lũy tài sản với mức tăng lên tới 17,88% svck trong 9T26, cho thấy động lực tăng trưởng chính đến từ đầu tư. Trong khi đó, tiêu dùng cuối cùng tăng 8,51% svck năm 2025; xuất khẩu hàng hóa và dịch vụ tăng 21,29%; nhập khẩu hàng hóa và dịch vụ tăng 27,19% (Hình 5).

Hình 4: Tăng trưởng của các phân ngành dịch vụ

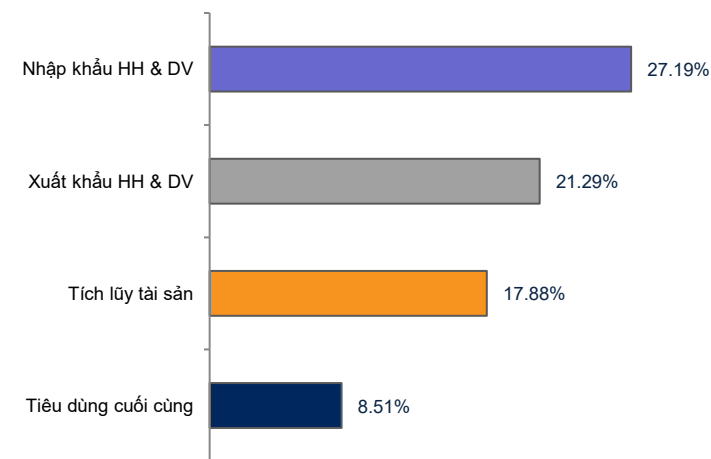
Đa số các ngành dịch vụ ghi nhận mức tăng trưởng cao hơn trong Q3/26



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Sử dụng GDP 9 tháng năm 2026 (% svck)

Tích lũy tài sản tăng 17,88%, gấp hơn 2,0x tốc độ tăng tiêu dùng cuối cùng (8,51%), cho thấy động lực tăng trưởng đang nghiêng rõ về phía đầu tư



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng 9 tháng cao hơn dự báo, mục tiêu hai chữ số đòi hỏi quý 4 tăng tốc đáng kể

Tăng trưởng GDP 9 tháng đầu năm cao hơn phần lớn dự báo của các tổ chức nghiên cứu, cho thấy động lực tăng trưởng kinh tế mạnh mẽ của Việt Nam dù môi trường kinh tế và địa chính trị toàn cầu còn nhiều bất định. Tuy vậy, để đạt mục tiêu tăng trưởng hai chữ số cho cả năm, quý 4 cần tăng trưởng trên 12,5%, một kịch bản khá thách thức.

Kết quả tăng trưởng quý 3 và 9 tháng cũng cao hơn dự báo trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, chủ yếu do Cục Thống kê điều chỉnh tăng số liệu GDP quý 1 và quý 2, qua đó nâng mức nền tham chiếu trong mô hình dự phóng. Sau khi cập nhật dữ liệu mới, mô hình của chúng tôi ước tính GDP quý 3 tăng 9,9%, sát với số liệu thực tế được công bố. Nhằm phản ánh diễn biến mới, **chúng tôi nâng dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 lên 9,6% trong kịch bản cơ sở** (Hình 6), từ mức 8,7% trước đó, tương ứng với mức tăng trưởng 10,8%-11,2% trong Q4/26. Mức này vẫn thấp hơn ngưỡng cần thiết để tăng trưởng cả năm đạt hai chữ số. Với năm 2027, chúng tôi dự báo tăng trưởng GDP đạt 10,2%, cao hơn mức 9,2% đưa ra trước đây.

Hình 6: Dự báo tăng trưởng GDP 2026-2027

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi nâng dự báo GDP 2026 lên 9,6%

	2022	2023	2024	2025E	2026F (cũ)	2026F (điều chỉnh)	2027F (điều chỉnh)
Tăng trưởng GDP	8,5%	5,0%	7,0%	8,0%	8,7%	9,6%	10,2%
Nông, lâm nghiệp & thủy sản	0,8%	5,2%	3,5%	3,8%	4,0%	4,0%	4,1%
Công nghiệp & xây dựng	1,2%	3,4%	8,1%	8,9%	10,5%	12,0%	12,5%
Dịch vụ	2,2%	7,1%	7,9%	8,6%	8,6%	9,1%	10,0%
Thuế sp trừ trợ cấp sản phẩm	1,3%	3,4%	5,6%	6,2%	6,9%	7,8%	8,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dự báo này dựa trên bốn động lực chính:

- **Đầu tư công tăng tốc:** Chu kỳ đầu tư công đang được đẩy nhanh. Giải ngân năm 2026 có thể đạt 100% kế hoạch.
- **Làn sóng đầu tư mạnh mẽ trong khu vực FDI:** Khu vực FDI tiếp tục đầu tư và mở rộng sản xuất, tập trung nhiều vào lĩnh vực công nghệ cao.
- **Cán cân thương mại cải thiện:** Xuất khẩu tăng nhanh hơn, trong khi tốc độ tăng nhập khẩu chậm lại.

Tiêu dùng và dịch vụ phục hồi: Thu nhập tăng giúp sức mua cải thiện. Đồng thời, tác động từ các thay đổi chính sách thuế giảm dần, hỗ trợ ngành dịch vụ phục hồi.

Hình 7: Các dự báo vĩ mô chính cho năm 2026-2027

Chỉ tiêu	Đơn vị	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F
GDP danh nghĩa	tỷ USD	310	334	347	366	413	434	476	514	579	652
Tăng trưởng GDP thực	% YoY	7,5	7,4	2,9	2,6	8,5	5,1	7,1	8,0	9,6	10,2
GDP bình quân đầu người	USD	3.222	3.441	3.534	3.704	4.148	4.323	4.717	5.026	5.604	6.247
Tăng trưởng XK	% YoY	13,3	8,4	6,9	18,9	10,6	-4,6	14,4	17,0	26,4	15,0
Tăng trưởng NK	% YoY	11,8	6,9	3,7	26,7	8	-9,2	16,7	19,4	34,7	12,0
Cán cân thương mại	tỷ USD	6,9	10,9	18,9	3,3	12,3	28,4	24,9	20,1	(12,4)	4,1
FDI thực hiện	tỷ USD	19,1	20,4	20	19,7	22,4	23,2	25,4	27,6	30,9	34,6
Tài khoản vãng lai	tỷ USD	5,8	12,2	15,1	-7,2	-1,1	25,8	28,0	33,1	7,5	24,9
Tài khoản vãng lai/GDP	% GDP	1,9	3,6	4,3	-2,0	-0,3	6,0	5,9	6,4	1,3	3,8
Dự trữ ngoại hối	tỷ USD	55	78	95	109	88	93	84	84	88	95
Dự trữ ngoại hối/GDP	% GDP	17,8	23,3	27,4	29,8	21,2	21,5	17,7	16,3	15,1	14,6
Dự trữ theo tháng NK	tháng	2,8	3,7	4,3	3,9	2,9	3,4	2,6	2,2	1,7	1,7
CPI (Bình quân)	% YoY	3,5	2,8	3,2	1,8	3,2	3,3	3,6	3,3	4,6	3,8
Tăng trưởng tín dụng (trái, %)	% YoY	13,9	13,6	12,2	13,6	14,2	13,8	15,1	19,1	16,5	17,0
Dư nợ tín dụng/GDP (phải, %)	% GDP	103	106	114	123	124	132	136	145	148	151
Tăng trưởng M2	% YoY	12,4	14,8	14,7	10,7	6,2	12,5	12,3	17,0	15,0	15,0
Lãi suất tái cấp vốn	%	6,25	6	4	4	4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
LS tiền gửi 12 tháng bình quân	%	6,9	7	5,6	5,6	5,6	4,9	4,9	5,3	6,0	6,0
Lợi suất TPCP 10 năm	%	5,1	3,4	2,4	2,1	2,1	2,2	3,0	4,0	4,5	4,5
Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng	VND/USD	23.175	23.173	23.098	22.826	22.826	24.267	25.485	26.360	25.850	25.600
Cán cân tài khóa	% GDP	2,2	2,9	2,9	3,4	3,4	3,9	2,8	2,2	2,4	3,2
Nợ công	% GDP	46	43	44	43	43	36	34	34	32	33

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, TCTK, NHNN, BTC

Sản xuất Công nghiệp

Sản xuất công nghiệp tăng tốc lập mức cao nhất nhiều năm

IIP tháng 9 tăng 2,2% sv tháng trước và tăng 16,7% svck, vượt mức 13,5% sau điều chỉnh của tháng 8 (Hình 8), dẫn dắt bởi Công nghiệp chế biến, chế tạo (+1,7% sv tháng trước; +17,1% svck). Khai khoáng cũng tăng tốc lên 13,4% svck (từ mức 12,1% trong tháng 8), trong đó dịch vụ hỗ trợ khai khoáng (+40,8%) và khai thác than (+21,5%) tăng trưởng mạnh.

Lũy kế 9T26, IIP tăng 12,3% svck, mức 9T cao nhất nhiều năm (cao hơn mức 9,0% cùng kỳ 2025) (Hình 9), dẫn dắt bởi CN chế biến, chế tạo (+12,9% svck). Trong đó, một số nhóm tiêu biểu như Kim loại (+25,5%), Đồ uống (+17,4%) và Điện tử máy vi tính (+15,2%) ghi nhận mức tăng trưởng mạnh.

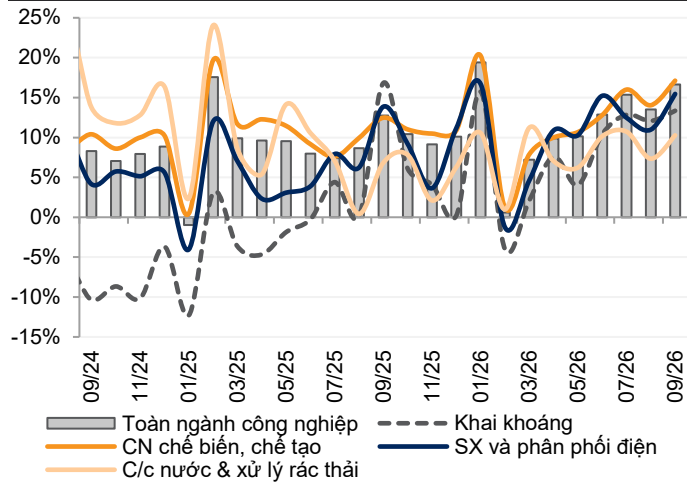
PMI giảm nhẹ, đơn hàng xuất khẩu mới tiếp tục suy yếu

PMI ngành sản xuất tháng 9 giảm 1,4 điểm xuống 51,9 (từ 53,3), mức thấp nhất 5 tháng nhưng vẫn trên ngưỡng 50 tháng thứ 15 liên tiếp (Hình 10). [Báo cáo S&P Global](#) cho thấy đà tăng trưởng đang chịu sức ép từ nhu cầu suy yếu: 1) đơn hàng mới tăng chậm nhất trong chuỗi 5 tháng tăng liên tiếp; 2) đơn hàng xuất khẩu mới giảm tháng thứ hai liên tiếp và mạnh nhất kể từ tháng 4, phản

ảnh cầu quốc tế yếu; và 3) sản lượng tiếp tục tăng đáng kể, nối dài chuỗi tăng từ tháng 5/2025, nhưng tốc độ đã chậm lại so với tháng 8.

Hình 8: Tăng trưởng nhóm ngành IIP theo tháng

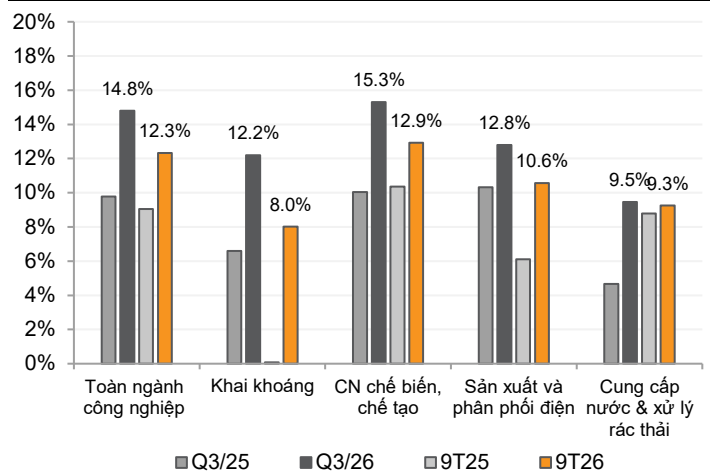
IIP tháng 9 tăng 16,7% svck, bật lên từ 13,5% của tháng 8 nhờ CN chế biến, chế tạo (+17,1%) và khai khoáng (+13,4%) tăng mạnh



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tăng trưởng nhóm ngành IIP theo từng giai đoạn

IIP 9T26 tăng 12,3% svck, vượt xa mức 9,0% cùng kỳ 2025; chế biến, chế tạo (+12,9%) là động lực chính



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

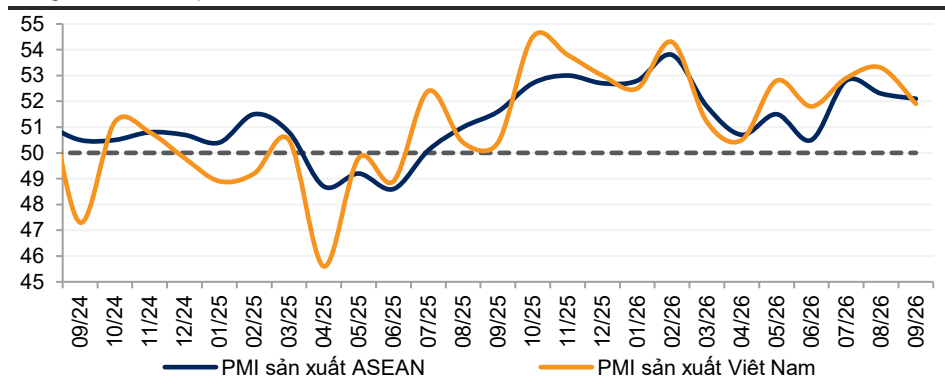
Các cấu phần PMI cho thấy sản xuất vẫn được hỗ trợ bởi lượng đơn hàng sẵn có và hoạt động giải phóng tồn kho hơn là sự cải thiện của nhu cầu mới. Tồn kho thành phẩm giảm nhanh nhất kể từ khi khảo sát bắt đầu vào tháng 3/2011 khi doanh nghiệp đẩy nhanh giao hàng để giải phóng hàng tồn. Việc làm giảm nhẹ tháng thứ hai liên tiếp do tái cơ cấu nhân sự, trong khi hoạt động mua đầu vào vẫn tăng để đáp ứng nhu cầu sản xuất. Thời gian giao hàng của nhà cung cấp kéo dài nhẹ do gián đoạn vận tải quốc tế và thời tiết bất lợi.

Về giá cả, chi phí đầu vào tăng đáng kể và nhỉnh hơn tháng 8 do giá nhiên liệu, dầu mỏ theo xung đột Trung Đông và cước vận tải, dù vẫn tăng chậm nhất một năm. Giá bán ra tăng nhẹ và tốc độ chậm lại tháng thứ 5 liên tiếp, thấp nhất từ tháng 6/2025 do áp lực cạnh tranh.

Điểm tích cực là niềm tin kinh doanh tăng lên mức cao nhất kể từ tháng 2, nhờ kỳ vọng thị trường cải thiện và kế hoạch ra mắt sản phẩm mới. Theo ông Andrew Harker, đại diện S&P Global Market Intelligence, dựa trên mối quan hệ lịch sử giữa PMI và số liệu chính thức, ngành sản xuất nhiều khả năng tiếp tục đóng góp mạnh vào tăng trưởng GDP quý 3, phù hợp với mức tăng 14,79% của IIP và 9,95% của GDP. Ông cũng nhận định tiềm năng tăng trưởng sẽ cải thiện hơn nếu môi trường quốc tế thuận lợi hơn.

Hình 10: Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam và ASEAN

PMI Việt Nam (51,9) lần đầu xuống thấp hơn ASEAN (52,1) kể từ tháng 4, dù vẫn trên ngưỡng 50 tháng thứ 15 liên tiếp



Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

Lạm phát

Lạm phát vượt trần mục tiêu, áp lực giá năng lượng gia tăng

CPI tháng 9 tăng 0,62% sv tháng trước và 5,08% svck (Hình 11), tăng từ mức 4,89% trong tháng 8. Đà tăng chủ yếu do nhóm Giao thông, tăng 11,67% svck (từ 8,02% trong tháng 8) khi giá dầu thế giới neo cao truyền dẫn vào giá nhiên liệu trong nước.

Ngược lại, CPI lõi tăng 0,11% sv tháng trước và 4,45% svck, thấp hơn mức 4,55% của tháng 8 và là mức thấp nhất kể từ tháng 3/2026. Khoảng cách giữa CPI toàn phần và CPI lõi nới từ 0,3 lên 0,6 điểm %, cho thấy áp lực lạm phát hiện nay vẫn chủ yếu xuất phát từ yếu tố chi phí, đặc biệt là giá năng lượng, thay vì phản ánh sự gia tăng mạnh của cầu tiêu dùng.

Trong tháng, 9/11 nhóm hàng hóa đóng góp vào mức tăng chung (Hình 12), đáng chú ý gồm những nhóm sau:

- **Nhóm Giao thông tăng 3,97%** sv tháng trước (+0,40 đpt vào CPI chung) do chỉ số giá xăng tăng 9,39%, dầu diesel tăng 4,53% theo giá thế giới. Giá Brent bình quân T9 tăng 15,5% sv tháng trước (~102,1 USD/thùng), kéo giá xăng RON95 bình quân tăng 8,3% sv tháng trước (Hình 13).
- **Nhóm Giáo dục tăng 1,41%** (+0,08 đpt vào CPI chung) do giá dịch vụ giáo dục và văn phòng phẩm tăng theo mùa khai giảng.
- **Nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống đảo chiều tăng 0,19%** (+0,07 đpt vào CPI chung) do giá thực phẩm nhích lên, dù giá heo hơi bình quân tháng vẫn giảm nhẹ 0,9% sv tháng trước (Hình 14).

Hình 11: Tổng quan chỉ số lạm phát Việt Nam

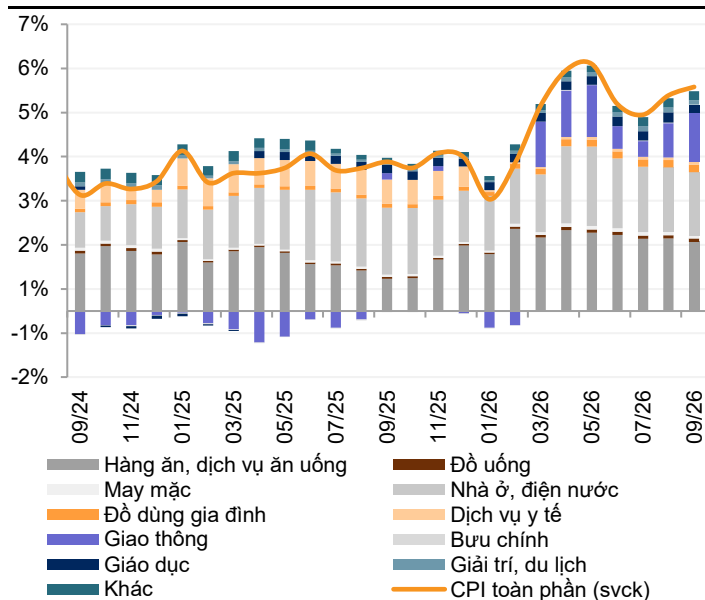
CPI tháng 9 quay lại trên 5% svck lần đầu kể từ T5/26; bình quân 9T26 lần đầu vượt trần mục tiêu 4,5%

	Tỷ trọng	sv tháng trước	svck	8T26 (svck)
CPI toàn phần	100%	0,62%	5,08%	4,52%
Hàng ăn, DV ăn uống	34%	0,19%	4,44%	4,72%
Lương thực	4%	0,11%	0,81%	0,70%
Thực phẩm	21%	0,27%	3,89%	4,47%
Ăn uống ngoài gia đình	9%	0,03%	7,40%	7,14%
Đồ uống	3%	0,35%	4,33%	3,74%
May mặc	6%	0,04%	2,19%	2,05%
Nhà ở, điện nước, chất đốt & VLXD	19%	0,28%	6,47%	6,68%
Đồ dùng gia đình	7%	0,08%	3,27%	2,84%
Dịch vụ y tế	5%	0,24%	1,47%	1,12%
Giao thông	10%	3,97%	11,67%	6,06%
Bưu chính	3%	-0,14%	0,33%	0,12%
Giáo dục	6%	1,41%	2,93%	3,35%
Giải trí, du lịch	5%	-0,28%	3,42%	2,78%
Khác	4%	0,10%	5,82%	4,61%
CPI lõi	100%	0,11%	4,45%	4,26%

Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Cấu phần CPI toàn phần theo tháng (svck)

Giao thông tăng 11,7% svck, là nhóm tăng nóng nhất trong rổ CPI

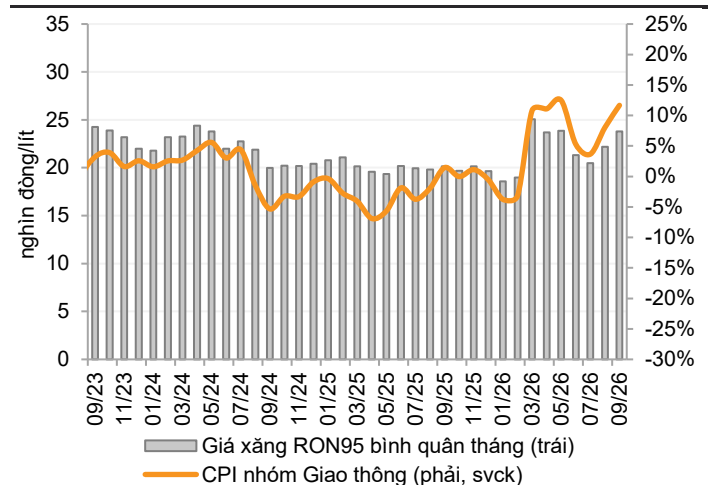


Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Bình quân 9T26, CPI toàn phần đạt 4,52% svck, lần đầu vượt mức mục tiêu 4,5% của Chính phủ (bình quân 8T26 đạt 4,45%). Trong đó, nhóm Giao thông tăng lên 6,06% (từ 5,38% trong 8T26); ngược lại nhóm Hàng ăn và dịch vụ ăn uống giảm nhẹ về 4,72% (từ 4,76%). CPI lõi 9T26 nhích tăng lên 4,26% (từ 4,24% trong 8T26), rủi ro nhích tăng mạnh hơn nếu giá năng lượng tiếp tục neo cao, hiệu ứng lan mạnh hơn sang giá hàng hóa lõi trong quý tới.

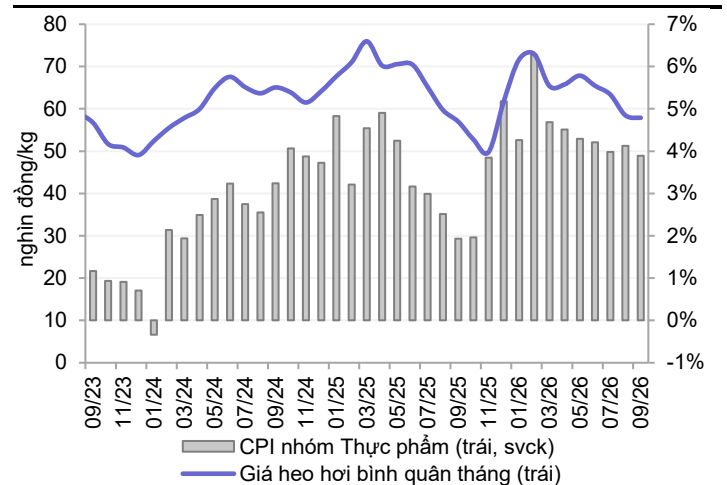
Hình 13: CPI nhóm Giao thông và giá xăng trong nước

Giá xăng RON95 bình quân tháng 9 tăng khoảng 7% sv tháng trước theo giá Brent (+15,5%)



Hình 14: CPI nhóm Thực phẩm và giá heo hơi trong nước

Giá heo hơi giảm nhẹ 0,9% sv tháng trước, giúp kim đà tăng của nhóm Thực phẩm (+3,9% svck) so với tháng trước (+4,1%)



Chúng tôi dự báo lạm phát bình quân cả năm 2026 ở mức 4,6-4,7% svck, nhỉnh hơn mức trần mục tiêu 4,5% của Chính phủ. Trong đó, lạm phát toàn phần tiếp tục chịu tác động từ giá xăng dầu và chi phí vận tải trong nước, trong khi lạm phát lõi neo quanh 4,3% svck. Việc lạm phát vượt mục tiêu tạo thêm áp lực điều hành chính sách tiền tệ những tháng cuối năm trong bối cảnh vừa phải ổn định vĩ mô nhưng vẫn cần duy trì thanh khoản dồi dào và ổn định lãi suất nhằm hỗ trợ tăng trưởng

Bán lẻ

Bán lẻ hạ nhiệt nhẹ do nền cao tháng 9, sức mua thực cải thiện dù lạm phát tăng tốc

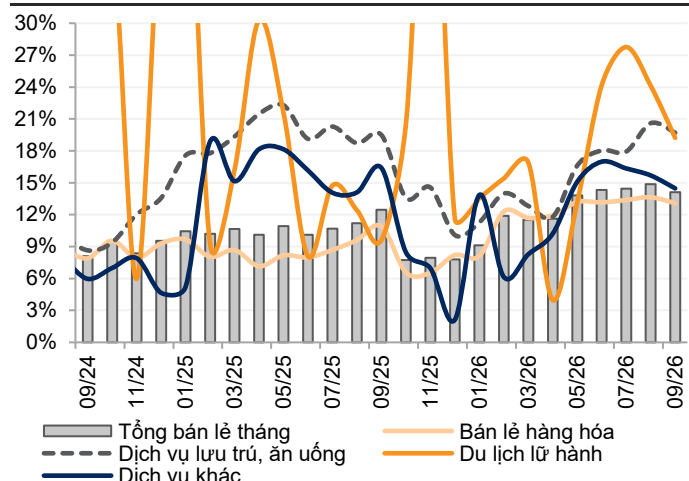
Tổng mức bán lẻ tháng 9 đạt 690,6 nghìn tỷ đồng, tăng 1,7% sv tháng trước và 14,1% svck, thấp hơn mức 14,9% của tháng 8 do hiệu ứng nền cao và mùa du lịch hè đã qua (Hình 15). Đồng thời doanh thu Dịch vụ lưu trú, ăn uống (-1,0% sv tháng trước) và Du lịch lữ hành (-4,4%) hạ nhiệt theo mùa vụ, nhưng vẫn tăng lần lượt là 19,7% và 19,2% svck. Động lực chính là doanh thu Bán lẻ hàng hóa (chiếm ~75% tổng mức) tăng 2,0% sv tháng trước và 13,1% svck; trong đó gỗ và vật liệu xây dựng (+24,2%), hàng hóa khác (+17,6%) và xăng dầu (+14,9%) là những nhóm tăng mạnh.

Lũy kế 9T26, tổng mức bán lẻ đạt 5.925,7 nghìn tỷ đồng (+13,4% svck, Hình 16), nhích tăng nhẹ từ mức tăng 13,3% của 8T26 nhờ tăng trưởng của Dịch vụ lưu trú (+16,7%) và Du lịch lữ hành (+17,9%) tăng cao hơn trong những tháng cao điểm du lịch vừa qua. Tăng trưởng thực đạt 7,8%, cải thiện từ mức 7,6% của 8T26 và 7,5% cùng kỳ 2025; đồng thời nằm trong vùng 7,5%-8,0% tăng trưởng thực như dự báo trước đó của chúng tôi (Báo cáo tháng 7), dù khoảng cách giữa tăng trưởng danh nghĩa và thực vẫn lớn khi lạm phát tăng tốc hai tháng gần đây.

Chúng tôi dự báo tổng mức bán lẻ Q4/26 tăng 14%-15% svck danh nghĩa, đưa cả năm 2026 đạt khoảng 13,5%-13,8% (cao hơn mức 12% dự báo trước đó), nhìn chung duy trì đà tăng của 9T26 nhờ mùa cao điểm mua sắm và du lịch cuối năm, dù giá dầu neo cao tiếp tục là rủi ro bào mòn sức mua.

Hình 15: Tăng trưởng doanh thu bán lẻ theo tháng (% svck)

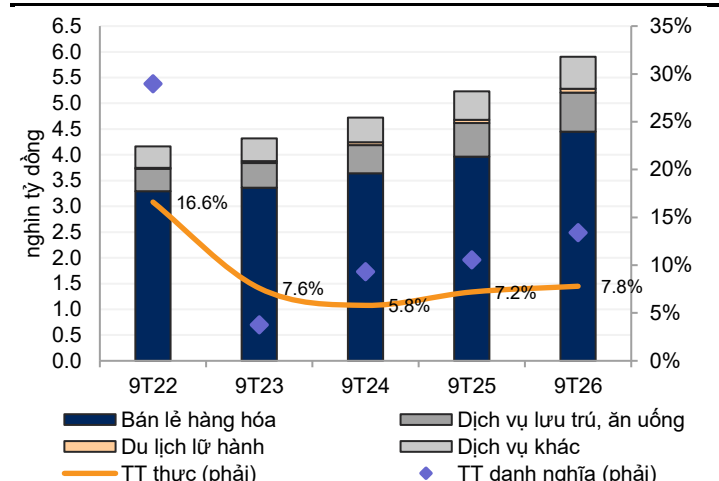
Bán lẻ tháng 9 tăng 14,1% svck, chậm lại từ 14,9% của tháng 8 do nền cao (tháng 9/25 tăng 12,5%) và qua cao điểm du lịch hè



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Tăng trưởng bán lẻ lũy kế 9T đầu năm (% svck)

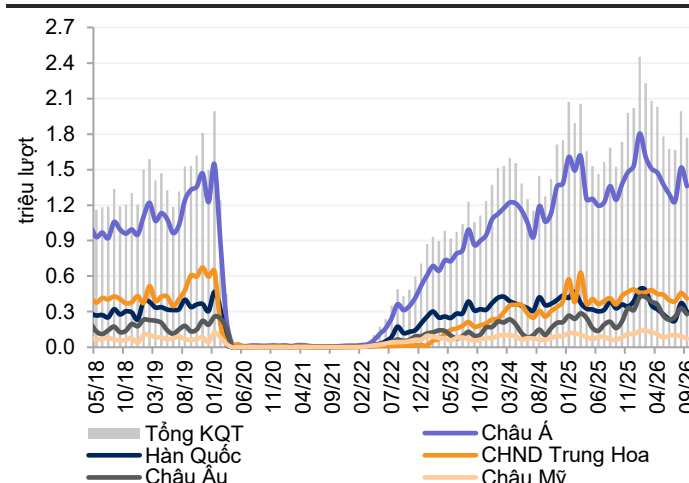
Tăng trưởng thực 9T26 đạt 7,8%, cải thiện so với 8T26 dù áp lực lạm phát vẫn dai dẳng



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam theo tháng

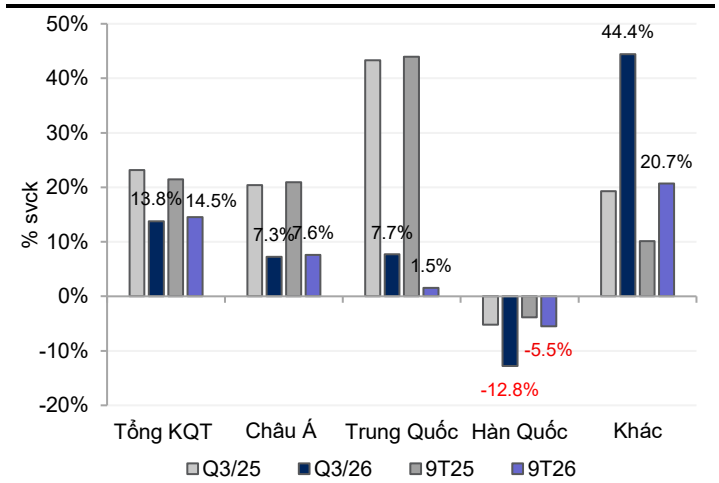
Khách quốc tế tháng 9 đạt 1,7 triệu lượt, mức cao nhất cùng kỳ trong 5 năm dù giảm nhẹ sv tháng trước do mùa vụ



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Lượng khách quốc tế đến Việt Nam theo giai đoạn

Lũy kế 9T26, khách quốc tế đạt 17,7 triệu lượt (+14,5% svck), tiếp tục tăng tốc so với 8T26



Nguồn: Cục Thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Khách quốc tế tháng 9 đạt 1,77 triệu lượt (+16,1% svck, Hình 17), giảm 11,3% sv tháng trước do yếu tố mùa vụ, nhưng vẫn là mức tăng tháng 9 cao nhất 5 năm. Lũy kế 9T26 đạt 17,7 triệu lượt (+14,5% svck, Hình 18), bằng 137,6% mức cùng kỳ năm 2019. Trong đó khách Trung Quốc (3,9 triệu lượt, chiếm 22% tổng) tăng nhẹ 1,5% còn khách Hàn Quốc (3,1 triệu lượt, chiếm 17%) giảm 5,5% svck.

So với mốc trước COVID-19, tăng trưởng khách đến chủ yếu từ ngoài khu vực Đông Bắc Á, trong khi hai thị trường lớn nhất vẫn chưa vượt đỉnh cũ. Lũy kế 9T26, Châu Âu đạt 2,96 triệu lượt, bằng 183,4% trước COVID-19 và đóng góp khoảng 28% mức tăng thêm 4,83 triệu lượt so với 9T19. Châu Á ngoài Trung Quốc và Hàn Quốc (Nhật Bản, Đài Loan, ASEAN, Ấn Độ...) bằng 201,8%; châu Mỹ bằng 130,1%. Ngược lại Trung Quốc (3,95 triệu lượt; +1,5% svck) mới bằng 99,4% mức 9T19; và Hàn Quốc (3,06 triệu lượt; -5,5% svck) bằng 97,4%. Xu hướng này khiến tỷ trọng của hai thị trường so với tổng KQT giảm từ 55,4% xuống 39,7%, cho thấy xu hướng giảm bớt sự phụ thuộc vào hai thị trường lớn nhất là Trung Quốc và Hàn Quốc.

Thương mại

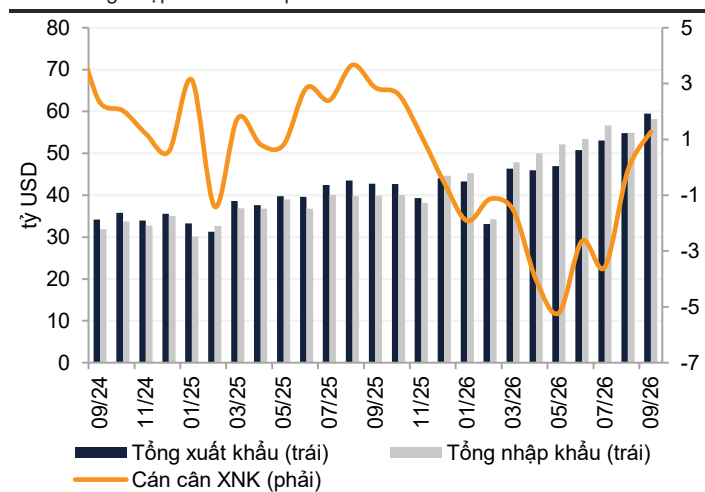
Cán cân thương mại xuất siêu sau 8 tháng liên tiếp nhập siêu

Thương mại Việt Nam tiếp tục lập kỷ lục về quy mô trong quý 3 và 9 tháng đầu năm. Cán cân thương mại hàng hóa tháng 9 đã xuất siêu trở lại với khoảng 1,3 tỷ USD, chấm dứt chuỗi 8 tháng liên tiếp nhập siêu trước đó (Hình 19). Tổng kim ngạch xuất nhập khẩu tháng 9 đạt 117,7 tỷ USD, tăng 7,3% sv tháng trước và 42,4% svck.

Lũy kế 9T26, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt 888,0 tỷ USD, tăng 30,4% svck; trong đó xuất khẩu tăng 24,5% và nhập khẩu tăng 36,7% (Hình 20). Cán cân thương mại 9T26 nhập siêu 19,4 tỷ USD (trái ngược mức xuất siêu 16,9 tỷ USD cùng kỳ năm trước). Khu vực kinh tế trong nước nhập siêu 34,3 tỷ USD trong khi khu vực FDI (kể cả dầu thô) xuất siêu 14,9 tỷ USD, cho thấy khoảng cách giữa hai khu vực tiếp tục nới rộng, phản ánh động lực tăng trưởng vẫn nghiêng mạnh về khối doanh nghiệp FDI.

Hình 19: Cán cân thương mại theo tháng

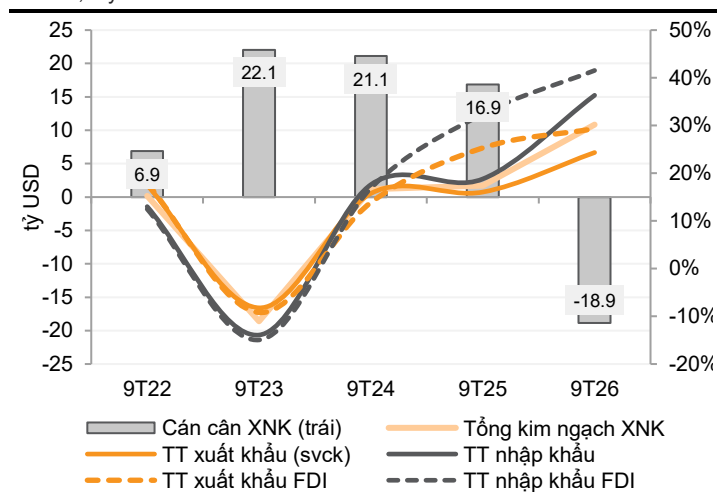
Cán cân thương mại ghi nhận xuất siêu 1,27 tỷ USD trong tháng 9, chấm dứt 8 tháng nhập siêu liên tiếp



Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Tăng trưởng xuất nhập khẩu lũy kế 9T đầu năm

Nhập khẩu 9T26 tăng 36,7%, nhanh hơn xuất khẩu (24,5%) - cán cân nhập siêu 19,4 tỷ USD



Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Xuất khẩu tăng tốc trong quý 3, khu vực FDI và nhóm hàng điện tử tiếp tục dẫn dắt

Kim ngạch xuất khẩu tháng 9 đạt 59,5 tỷ USD, tăng 8,5% sv tháng trước và 39,1% svck (Hình 21); đưa kim ngạch xuất khẩu Q3/26 lên 167,9 tỷ USD (+30,4% svck; +17,0% sv quý trước). Động lực tiếp tục từ khu vực FDI (kể cả dầu thô) tháng 9 đạt 49,9 tỷ USD, tăng 46,5% svck và chiếm 84% tổng kim ngạch, trong khi khu vực trong nước chỉ tăng 9,9% svck và giảm 9,1% sv tháng trước.

Lũy kế 9T26, kim ngạch xuất khẩu đạt 434,3 tỷ USD, tăng 24,5% svck, trong đó khu vực FDI (kể cả dầu thô) đạt 350,4 tỷ USD (+29,4% svck; chiếm 80,7% tổng kim ngạch), còn khu vực trong nước đạt 83,9 tỷ USD (+7,5%; chiếm 19,3%). Giá trị xuất khẩu tập trung tại nhóm hàng điện tử, máy móc. Việt Nam tiếp tục xuất siêu lớn sang các thị trường tiêu thụ cuối: xuất siêu sang Mỹ 9 tháng đạt 122,6 tỷ USD (+23,7% svck), sang EU đạt 36,1 tỷ USD (+24,5%) và sang Nhật Bản đạt 2,7 tỷ USD (+82,5%).

Nhập khẩu duy trì đà tăng, tập trung vào nhóm điện tử và linh kiện

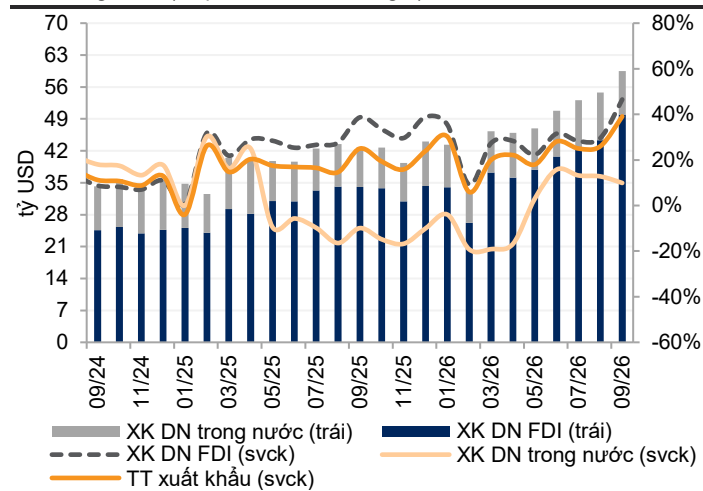
Kim ngạch nhập khẩu tháng 9 đạt 58,2 tỷ USD, tăng 6,0% sv tháng trước và 45,8% svck (Hình 22), tăng chậm hơn xuất khẩu theo tháng (+6,0% so với xuất khẩu: +8,5%). Đây là nguyên nhân giúp cán cân thương mại đảo chiều sang

xuất siêu trong tháng 9. Nhập khẩu khu vực FDI đạt 45,1 tỷ USD (+54,6% svck) và khu vực trong nước đạt 13,1 tỷ USD (+22,1% svck).

Lũy kế 9T26, kim ngạch nhập khẩu đạt 453,7 tỷ USD (+36,7% svck), trong đó khu vực FDI đạt 335,6 tỷ USD (+42,0%) và khu vực trong nước đạt 118,2 tỷ USD (+23,5%). Theo đối tác thương mại, nhập siêu từ Trung Quốc 9T26 đạt 121,5 tỷ USD (+43,4% svck) và từ Hàn Quốc 43,8 tỷ USD (+89,7% svck) nhằm phục vụ đơn hàng xuất khẩu và nhu cầu nhập khẩu linh kiện, máy móc phục vụ các dự án FDI công nghệ cao/bán dẫn mới đi vào vận hành. Thâm hụt với Trung Quốc và Hàn Quốc hiện tại vẫn là "nguyên liệu đầu vào" cho năng lực xuất khẩu điện tử trong quý tới.

Hình 21: Tăng trưởng xuất khẩu theo tháng (svck)

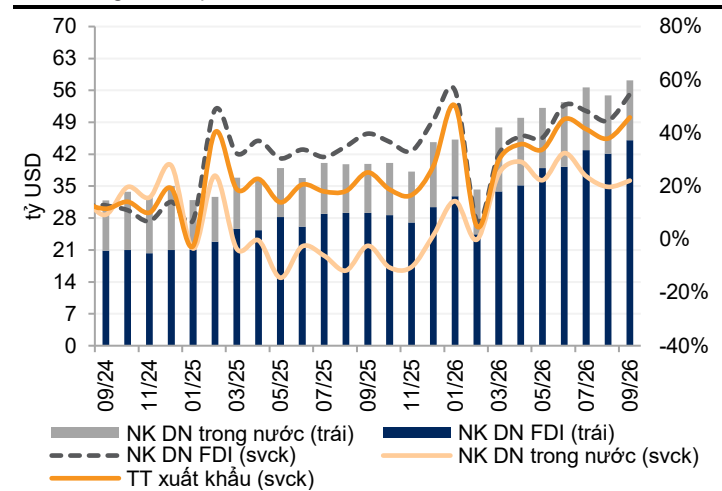
Xuất khẩu tháng 9 tăng 39,1% svck nhờ khối FDI (+46,5%); khu vực trong nước tăng 9,9% (thấp hơn +12,8% tháng 8)



Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Tăng trưởng nhập khẩu theo tháng (svck)

Nhập khẩu tháng 9 tăng 45,8% svck; nhóm hàng điện tử, linh kiện chiếm 64% kim ngạch nhập khẩu



Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Xuất khẩu sang Mỹ tháng 9 tăng tốc trở lại. Dù thuế quan Mỹ vẫn là rủi ro cần theo dõi

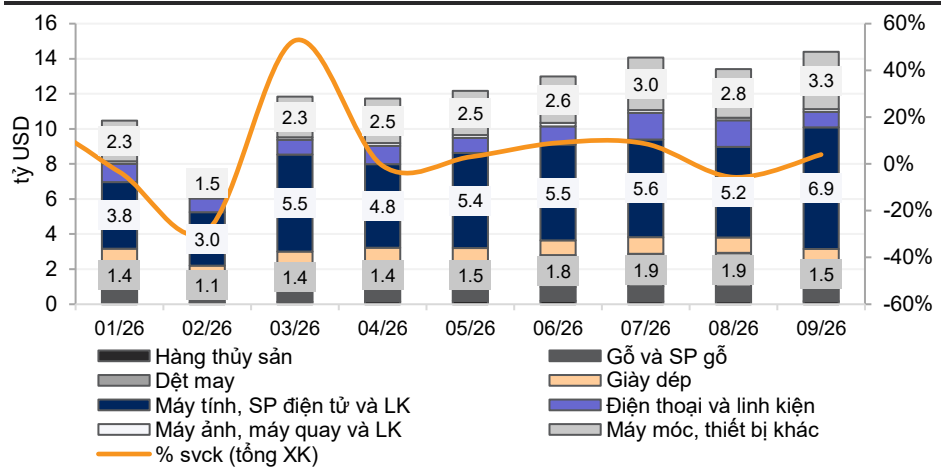
Xuất khẩu sang Mỹ tháng 9 đạt 18,0 tỷ USD, tăng 31,1% svck và 4,0% sv tháng trước, phục hồi sau nhịp giảm của tháng 8 (17,3 tỷ USD) và áp sát đỉnh 18,2 tỷ USD của tháng 7. Trong Q3/26, kim ngạch sang Mỹ đạt 53,5 tỷ USD (+27,7% svck, cao hơn +20,1% của Q2) và 9T26 đạt 140,0 tỷ USD (+24,1%).

Mỹ đóng góp lần lượt khoảng 26% giá trị xuất khẩu của tháng 9; khoảng 30% của Q3/26 và khoảng 32% của 9T26. Như vậy phù hợp với nhận định của chúng tôi rằng thuế quan theo Mục 301 (hiệu lực từ 24/7/2026) không tạo ra cú sốc lớn, mà nhịp giảm của tháng 8 phù hợp với hiệu ứng "front-loading" trước ngày áp thuế như đã phân tích ở [Báo cáo tháng 9](#), khi tăng trưởng svck của Q3 tiếp tục nhanh hơn Q2.

Động lực xuất khẩu vẫn nằm ở nhóm điện tử, máy móc (Hình 23): máy vi tính, sản phẩm điện tử và linh kiện đạt hơn 6,9 tỷ USD (+34,5% sv tháng trước; +66,3% svck) và máy móc, thiết bị khác đạt 3,3 tỷ USD (+17,6%; +45,2%). Hai nhóm này đóng góp khoảng 89% giá trị xuất khẩu sang Mỹ. Ngược lại, nhóm thâm dụng lao động và điện thoại giảm theo tháng: dệt may 1,51 tỷ USD (-21,3% sv tháng trước; +6,3% svck), giày dép 0,7 tỷ USD (-21,9%; +13,6%) và điện thoại 0,9 tỷ USD (-42,4%; +7,6%).

Hình 23: Giá trị một số mặt hàng xuất khẩu chính sang Mỹ theo tháng

Máy vi tính, điện tử (6,95 tỷ USD, +66% svck) chiếm phần lớn xuất khẩu sang Mỹ tháng 9, trong khi dệt may, giày dép giảm theo tháng



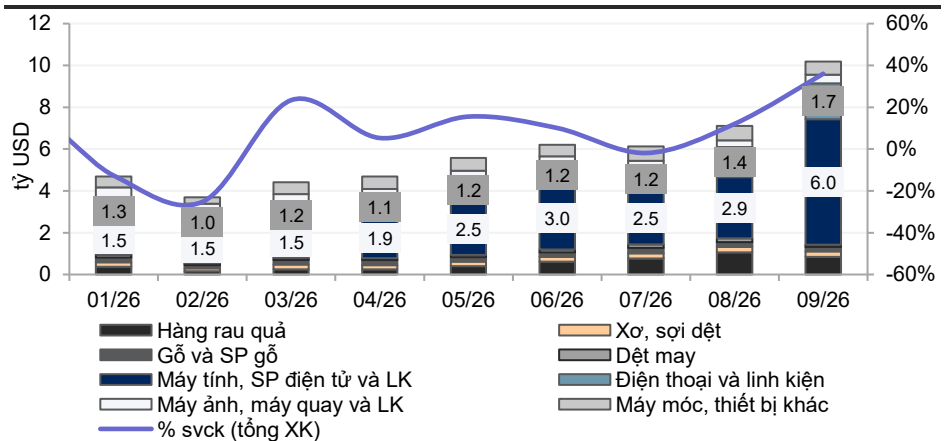
Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Song song, Trung Quốc nổi lên là động lực thứ hai khi xuất khẩu sang Trung Quốc tháng 9 đạt 11,7 tỷ USD (+35,6% sv tháng trước; +53,0% svck; Hình 24), cao nhất chuỗi số liệu từ 2014 và đóng góp ~24% mức tăng xuất khẩu của tháng. Cùng với Mỹ, đây là hai thị trường đóng góp khoảng 50% giá trị kim ngạch xuất khẩu tháng 9.

Xuất khẩu máy tính, điện tử sang Trung Quốc tháng 9 tăng mạnh, đạt gần 6,0 tỷ USD (2,0x sv tháng trước; 3,9x svck, Hình 24), chiếm ~51% kim ngạch xuất khẩu sang thị trường này. Nhóm hàng này giải thích gần như toàn bộ mức tăng của xuất khẩu sang Trung Quốc so với tháng trước (+3,1 tỷ USD, tương đương mức tăng tổng kim ngạch), trong khi điện thoại (-14,7% svck) và máy ảnh, máy quay (-18,1% svck) giảm, các nhóm còn lại gần như đi ngang. Do tăng trưởng tập trung vào một nhóm hàng, nhiều khả năng là linh kiện, bán dẫn cung ứng cho các nhà máy lắp ráp của Trung Quốc trong chuỗi giá trị điện tử khu vực.

Hình 24: Giá trị một số mặt hàng xuất khẩu chính sang Trung Quốc theo tháng

Xuất khẩu máy tính, điện tử sang Trung Quốc gấp đôi tháng trước, lên gần 6,0 tỷ USD, giải thích phần lớn mức tăng trong tháng 9



Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Xu hướng xuất siêu trở lại trong tháng 9 là tín hiệu tích cực cho các tháng cuối năm. Chúng tôi kỳ vọng cán cân thương mại tiếp tục xuất siêu trong Q4/26 khi các doanh nghiệp tăng tốc hoàn thành đơn hàng xuất khẩu, trong khi nhu cầu nhập khẩu có thể đã qua đỉnh và dần hạ nhiệt. Điểm cần theo dõi là xu

hướng giảm đơn hàng xuất khẩu mới theo PMI (phần PMI) có tiếp tục kéo dài sang tháng 10 hoặc các tháng cuối năm.

Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi cũng nâng dự báo tăng trưởng thương mại năm 2026 cho xuất khẩu lên 26,4% (từ 18,0% trong Báo cáo Chiến lược H2/26) và nhập khẩu lên 34,7% (từ 22,5%) dựa trên các động lực 1) kết quả 9T26 vượt xa kỳ vọng (xuất khẩu +24,5% svck, nhập khẩu +36,7%), trong đó xuất khẩu tăng tốc trong Q3 (+30,4% svck) nhờ khu vực FDI và nhóm hàng điện tử, máy móc; (2) thuế quan Mục 301 của Mỹ không tạo cú sốc đáng kể, xuất khẩu sang Mỹ vẫn tăng trưởng mạnh; và (3) nhập khẩu tăng nhanh hơn xuất khẩu do nhu cầu nhập linh kiện, máy móc phục vụ các dự án FDI công nghệ cao/bán dẫn, cùng giá dầu thế giới neo cao. **Dựa trên kịch bản này, chúng tôi kỳ vọng Q4/26 có thể xuất siêu khoảng 4-7 tỷ USD**, giúp mức nhập siêu lũy kế thu hẹp về 12-15 tỷ vào cuối năm (Hình 25).

Hình 25: Bảng phân tích độ nhạy cán cân thương mại năm 2026

Tăng trưởng (svck)		Nhập khẩu				
		33,7%	34,2%	34,7%	35,2%	35,7%
Xuất khẩu	25,6%	(11.673)	(13.948)	(16.223)	(18.498)	(20.773)
	26,0%	(9.773)	(12.048)	(14.323)	(16.598)	(18.873)
	26,4%	(7.873)	(10.148)	(12.423)	(14.698)	(16.973)
	26,8%	(5.972)	(8.247)	(10.522)	(12.797)	(15.072)
	27,2%	(4.072)	(6.347)	(8.622)	(10.897)	(13.172)
		Nhập siêu ≤11 tỷ USD				
		Nhập siêu 11 đến ≤15 tỷ USD				
		Nhập siêu ≥15 tỷ USD				
		Kịch bản cơ sở				

*Kịch bản cơ sở (xuất khẩu: +26,4%/nhập khẩu: +34,7%), tức XK ~600,5 tỷ USD (2025: 475,1 tỷ) và NK ~612,9 tỷ USD (2025: 455,0 tỷ). Đơn vị: triệu USD

Nguồn: Hải quan Việt Nam, VNDIRECT RESEARCH

Tổng hợp lại, chúng tôi cho rằng triển vọng thương mại quý 4 duy trì tích cực nhờ cao điểm xuất khẩu cuối năm sang các thị trường tiêu dùng lớn, song có ba điểm cần theo dõi chặt chẽ gồm: (1) rủi ro đơn hàng xuất khẩu mới có thể tiếp tục suy yếu; (2) kết quả của các cuộc rà soát thuế quan Mỹ đang chờ công bố (như đã phân tích trong Báo cáo tháng 8); và (3) giá dầu thế giới phần nào gây gánh nặng lên chi phí nhập khẩu.

Ngân sách & Vốn đầu tư thuộc Ngân sách Nhà nước

Chi đầu tư phát triển bứt tốc, ngân sách bội chi hỗ trợ tăng trưởng

Lũy kế 9T26, thu ngân sách Nhà nước tăng 12,1% svck, đạt 2.187,3 nghìn tỷ đồng (bằng 86,5% dự toán năm), trong khi chi ngân sách tăng nhanh hơn ở mức 14,5% svck, đạt 1.873,7 nghìn tỷ đồng (bằng 59,3% dự toán) (Hình 26). Khoảng cách tốc độ tăng thu-chi tiếp tục nới rộng, đi theo định hướng chính sách tài khóa mở rộng có trọng tâm mà chúng tôi đã đề xuyên suốt các báo cáo trước đó: ưu tiên đẩy chi đầu tư để bù đắp cho các động lực tăng trưởng khác (cán cân thương mại nhập siêu, tiêu dùng) chịu áp lực từ thuế quan và lạm phát.

Thu ngân sách tháng 9 ước đạt 162,7 nghìn tỷ đồng (+8,2% sv tháng trước; -10,2% svck). Trong đó, thu nội địa tháng 9 đạt 126,4 nghìn tỷ đồng (-15,7% svck, chiếm 78,0% tổng thu), thu từ dầu thô đạt 6,8 nghìn tỷ đồng (+74,4% svck), tăng theo đà giá dầu thế giới.

Chi NSNN trong tháng đạt 256,8 nghìn tỷ đồng, cao gấp 1,6 lần thu, kéo cán cân ngân sách tiếp tục duy trì trạng thái bội chi từ tháng 8 (Hình 27). Trong 9

tháng đầu năm, chi đầu tư phát triển là động lực chính của tăng trưởng chi ngân sách, đạt 657,5 nghìn tỷ đồng (58,7% dự toán năm; bằng 35,1% tổng chi), tăng 49,3% svck. Điều này phản ánh tiến độ giải ngân đầu tư công đang được đẩy nhanh, với dòng vốn được đưa ra khỏi Kho bạc Nhà nước tích cực hơn trong thời gian gần đây.

Hình 26: Thu và chi Ngân sách Nhà nước lũy kế 9T26

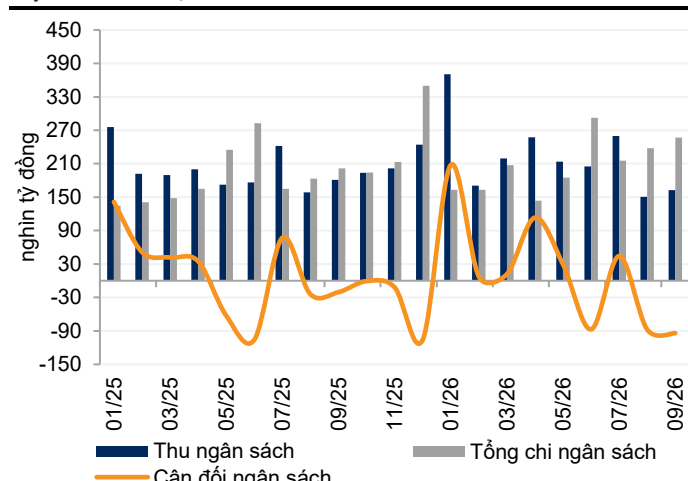
Chi đầu tư phát triển 9T26 tăng 49,3% svck, vượt tốc độ tăng thu ngân sách (+12,1%)

Đơn vị: tỷ đồng	9T26	% KH 2026	% svck
Thu ngân sách	2.187,3	86,5%	12,1%
Thu nội địa	1.880,3	85,5%	12,2%
Thu từ dầu thô	50,0	116,4%	33,8%
Thu từ hoạt động XNK	253,5	91,2%	7,1%
Chi ngân sách	1.873,7	59,3%	14,5%
Chi thường xuyên	1.130,0	62,5%	1,5%
Đầu tư, phát triển	657,5	58,7%	49,3%
Chi trả nợ lãi	83,5	68,9%	7,8%
Bội thu NSNN	313,6		-0,4%

Nguồn: Bộ Tài chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Cơ cấu thu và chi Ngân sách theo tháng

Chi tháng 9 tiếp tục vượt thu, phù hợp với kỳ vọng dòng tiền đầu tư được đẩy ra khỏi Kho bạc Nhà nước



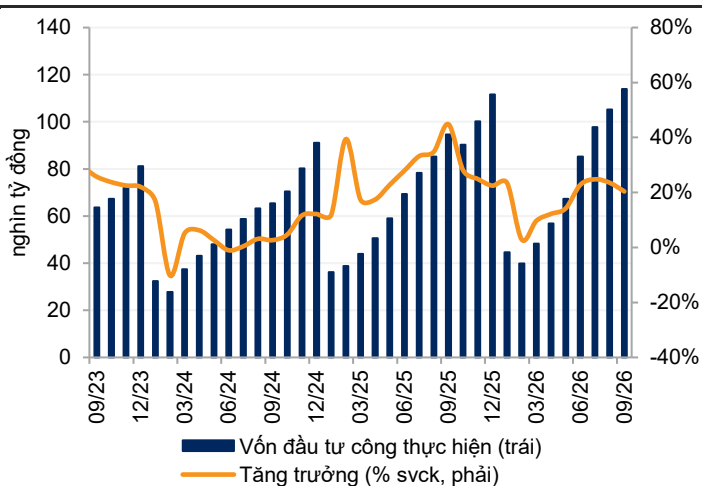
Nguồn: Bộ Tài chính, VNDIRECT RESEARCH

Vốn đầu tư toàn xã hội và giải ngân đầu tư công cải thiện

Lũy kế 9T26, vốn đầu tư thực hiện toàn xã hội ước đạt 3.109,6 nghìn tỷ đồng, tăng 15,1% svck, cao hơn đáng kể mức 11,6% của cùng kỳ năm trước. Đà tăng này phản ánh tác động tích cực của chính sách điều hành vĩ mô, tiến độ giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh, cùng với những cải thiện trong môi trường kinh doanh và thủ tục hành chính, qua đó củng cố niềm tin của khu vực tư nhân và nhà đầu tư nước ngoài. Đáng chú ý, cả ba khu vực đều ghi nhận mức tăng trưởng hai chữ số: khu vực Nhà nước tăng 17,3% svck (chiếm 30,0% tổng vốn đầu tư), khu vực ngoài Nhà nước tăng 14,0% svck (chiếm 53,0%), và khu vực FDI tăng 14,5% svck (17,0% chiếm), cho thấy động lực đầu tư đang lan tỏa tương đối đồng đều giữa các thành phần kinh tế.

Hình 28: Vốn đầu tư thực hiện NSNN theo tháng

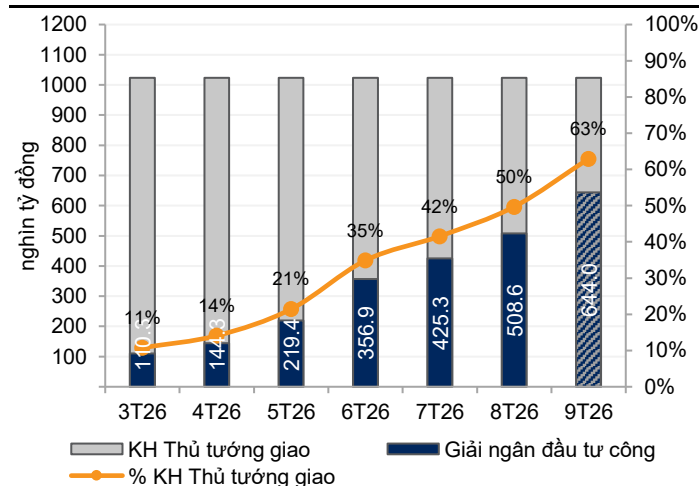
Vốn đầu tư từ NSNN duy trì nhịp tăng svck hai chữ số tháng thứ ba liên tiếp



Nguồn: Bộ Tài chính, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Giải ngân đầu tư công theo Bộ Tài chính lũy kế 9T26

Giải ngân đầu tư công tăng tốc vào cuối quý 3, đạt ~63% kế hoạch năm



Nguồn: Bộ Tài chính, VNDIRECT RESEARCH

Cụ thể, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước 9T26 đạt 661,8 nghìn tỷ đồng, bằng 60% kế hoạch năm và tăng 19,0% svck - tỷ lệ hoàn thành cao hơn mức 54,6% của cùng kỳ 2025, dù tốc độ tăng svck thấp hơn mức 29,2% của năm ngoái do nền so sánh cao hơn.

Theo Bộ Tài chính, giải ngân vốn đầu tư công đến hết ngày 30/9/2026 đạt hơn 643 nghìn tỷ đồng (bằng 64,8% kế hoạch giao). Theo đó, giải ngân tháng 9 ước tăng hơn 90% so với lượng giải ngân tháng 8 (Hình 29). do tốc độ được đẩy nhanh hơn vào giai đoạn cuối quý. **Chúng tôi cho rằng khả năng đạt hoặc tiệm cận mục tiêu giải ngân đầu tư công cả năm là hiện thực**, và đây sẽ là một trong những trụ đỡ chính giúp hiện thực hóa kịch bản tăng trưởng GDP quý 4 ở mức cao.

Vốn đầu tư Nước ngoài (FDI)

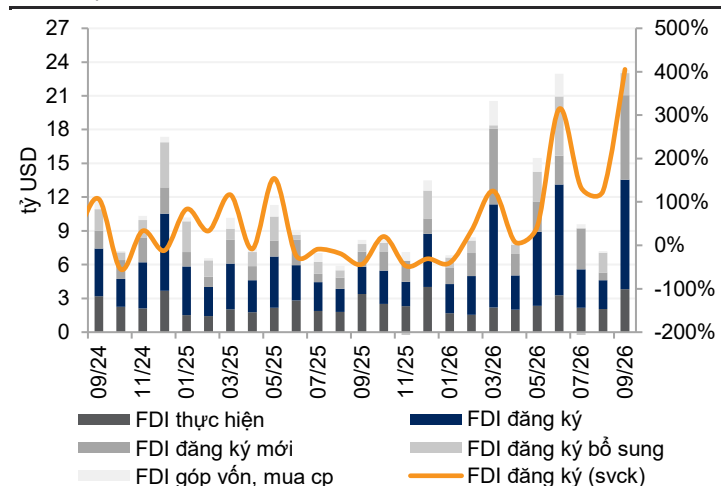
FDI lũy lập kỷ lục, dòng vốn chất lượng cao tiếp tục định hình

Lũy kế 9T26, tổng vốn đăng ký đạt 50,4 tỷ USD, tăng mạnh 76,5% svck, trong khi vốn thực hiện đạt 21,1 tỷ USD, tăng 12,1% svck - mức cao nhất 9 tháng trong 5 năm trở lại đây (Hình 31). Đây chính là động lực kết nối trực tiếp với đà tăng tốc của IIP ngành chế biến, chế tạo (phần SXCN) và tỷ trọng áp đảo của khối FDI trong tổng kim ngạch xuất khẩu (phần Thương mại).

Dòng vốn FDI đăng ký trong tháng 9 tăng mạnh lên mức cao, tiệm cận ngưỡng kỷ lục nhiều năm của tháng 6 (hơn 9,8 tỷ USD). Vốn đăng ký tháng 9 đạt 9,7 tỷ USD (3,8x sv tháng trước; 4,1x svck), chủ yếu do vốn cấp mới đạt 7,5 tỷ USD (chiếm 77% tổng vốn đăng ký, Hình 30). Một phần đáng kể nhiều khả năng có thể đến từ *hai dự án của Luxembourg* (theo GSO) với tổng vốn đăng ký mới khoảng 5,0 tỷ USD trong 9T26. Vốn thực hiện tháng 9 đạt 3,8 tỷ USD, tăng 12,4% svck và là mức cao nhất trong năm.

Hình 30: Cơ cấu vốn FDI theo tháng

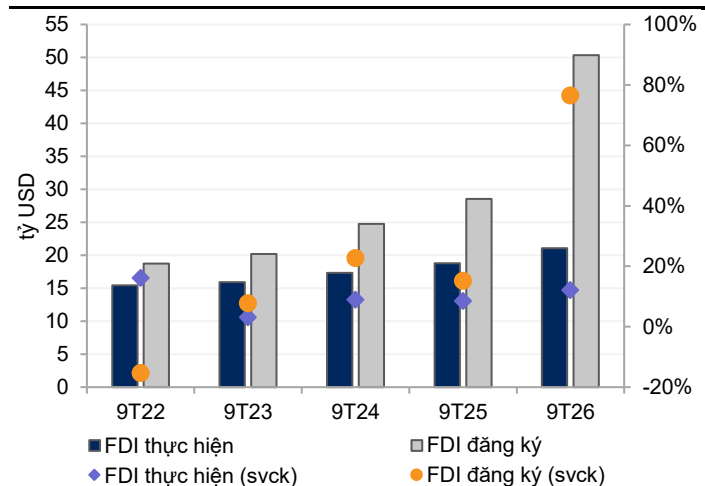
Vốn đăng ký tháng 9 đạt 9,7 tỷ USD, gấp hơn 4 lần cùng kỳ, trong đó 77% là vốn cấp mới



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Vốn FDI đăng ký và thực hiện lũy kế 9T đầu năm

FDI đăng ký 9T26 lập kỷ lục 50,4 tỷ USD (+76,4% svck), vốn thực hiện cao nhất 5 năm



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

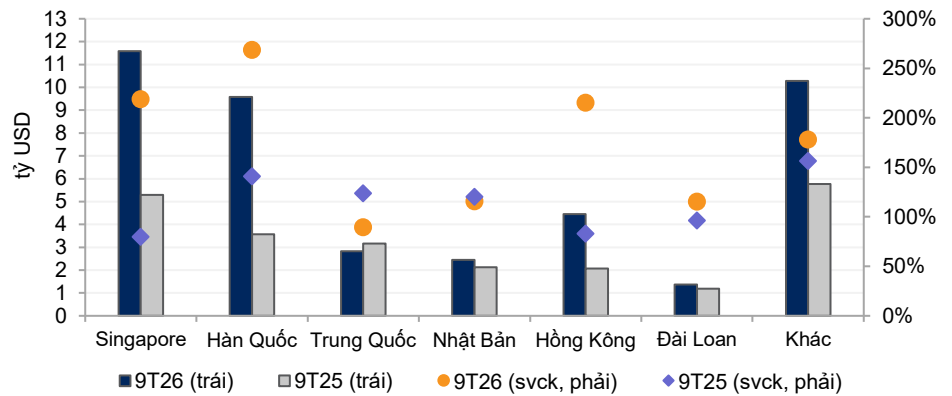
Về vốn thực hiện, công nghiệp chế biến, chế tạo chiếm 82,6% tổng vốn FDI thực hiện 9T26 (17,4 tỷ USD), bất động sản chiếm 7,5% (1,6 tỷ USD) và sản xuất, phân phối điện/khí đốt/nước chiếm 3,4% (723,4 triệu USD). Chúng tôi duy trì kỳ vọng nền tảng vĩ mô hiện tại với tăng trưởng GDP tăng tốc, chi đầu tư công tăng tốc, và khung pháp lý cho Trung tâm Tài chính Quốc tế TP.HCM bắt đầu hình thành - sẽ tiếp tục hỗ trợ tâm lý nhà đầu tư nước ngoài, đặc biệt khi vốn đăng

ký mới thường có xu hướng phục hồi mạnh hơn vào cuối năm theo xu hướng các năm trước.

Singapore tiếp tục là nhà đầu tư lớn nhất với 9,3 tỷ USD vốn đăng ký cấp mới (chiếm 31,7% tổng vốn cấp mới 9T26), theo sau là Hàn Quốc (5,7 tỷ USD; 19,5%), Luxembourg (5,0 tỷ USD; 17,1%; *chủ yếu qua các pháp nhân đầu tư trung gian*), Hồng Kông (4,4 tỷ USD; 10,2%) và Trung Quốc (2,8 tỷ USD; 6,5%) (Hình 32). Cơ cấu tiếp tục khẳng định vai trò dẫn dắt của dòng vốn công nghệ cao/bán dẫn từ Singapore và Hàn Quốc.

Hình 32: Cơ cấu vốn FDI theo quốc gia lũy kế 9T26

Singapore dẫn đầu vốn đăng ký mới với 11,6 tỷ USD (26,7%), theo sau là Hàn Quốc (22,1%)



Nguồn: Bộ KH&ĐT, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn rộng hơn, đầu tư công, FDI và xuất khẩu điện tử đang hình thành một chu kỳ tăng trưởng mang tính cộng hưởng. Việc đẩy mạnh đầu tư công không chỉ cải thiện chất lượng hạ tầng, giảm chi phí logistics và nâng cao tính liên kết vùng, mà còn tạo dư địa thu hút mạnh hơn dòng vốn tư nhân và vốn FDI. Trên nền tảng đó, dòng vốn ngoại tiếp tục chảy vào các lĩnh vực chế biến chế tạo và bán dẫn, thúc đẩy nhập khẩu máy móc, thiết bị và linh kiện, qua đó mở rộng năng lực sản xuất và xuất khẩu điện tử. Sự tương tác tích cực giữa các động lực này được kỳ vọng sẽ tiếp tục đóng vai trò bệ đỡ quan trọng cho tăng trưởng kinh tế trong Q4/26 và cả năm 2026.

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong ~ từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Trưởng phòng Kinh tế Vĩ mô và Chiến lược Thị trường

Email: hinh.dinh@vndirect.com.vn

Phạm An Vy – Chuyên viên Phân tích

Email: vy.phaman@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>