

Vĩ mô 8 tháng đầu năm 2026: sản xuất tăng trưởng tích cực, lạm phát chạm mục tiêu — và một cột mốc cho thị trường vốn vào ngày 21/9

CHỦ ĐỀ: VĨ MÔ – THỊ TRƯỜNG VỐN

NGUỒN: CỤC THỐNG KÊ, NHNN, S&P GLOBAL, HOSE — SỐ LIỆU ĐẾN 03/09/2026

ĐÁNH GIÁ TỔNG QUAN

Nền kinh tế hai thái cực — mạnh về sản lượng, hẹp về dư địa chính sách

Tám tháng đầu 2026 cho thấy một nền kinh tế **chạy rất nhanh ở phía sản xuất** (IIP +11,9%, PMI tháng 8 đạt 53,3 điểm — cao nhất hơn hai năm) nhưng **gần như đi ngang ở phía tiêu dùng nội địa** (bán lẻ sau khi loại trừ giá chỉ +7,6%, so với +7,5% cùng kỳ). Cái giá của tốc độ đó là **dư địa chính sách thu hẹp**: CPI bình quân 8 tháng +4,45% đã chạm mục tiêu Quốc hội đặt cho cả năm (khoảng 4,5%), tỷ giá trung tâm liên tục lập đỉnh lịch sử. Hàm ý cho nhà đầu tư: động lực của thị trường cổ phiếu cuối 2026 **khó đến từ tiền rẻ hơn**, mà đến từ hai nguồn khác — **tăng trưởng lợi nhuận của khối sản xuất – xuất khẩu** và **dòng vốn nâng hạng FTSE có hiệu lực từ 21/9/2026**.

4,45%CPI bình quân 8T2026
mục tiêu QH ~4,5%**53,3**PMI sản xuất T8/2026
cao nhất hơn 2 năm**+11,9%**IIP 8 tháng
cao nhất nhiều năm**+7,6%**Bán lẻ 8T loại trừ giá
cùng kỳ 2025: +7,5%**17,25**Tỷ USD FDI thực hiện 8T
đăng ký 40,63 tỷ USD**50,5%**Vốn NSNN thực hiện
/kế hoạch năm (8/12 tháng)**-20,46**Tỷ USD nhập siêu 8T
cùng kỳ xuất siêu 14,0**+2,67%**VN-Index 8T2026
31/12/25 → 31/8/26

1 BA ĐIỂM NHÀ ĐẦU TƯ CẦN CHÚ Ý

- ▶ **Nền kinh tế và thị trường chứng khoán đang lệch pha.** GDP 6 tháng tăng **8,18%** — cao hơn hẳn mức 7,63% cùng kỳ 2025 — nhưng VN-Index chỉ tăng **2,67%** sau 8 tháng, và rổ VN30 thậm chí **giảm 2,35%**. Nguyên nhân không nằm ở doanh nghiệp mà ở dòng tiền: khối ngoại bán ròng khoảng **92,7 nghìn tỷ đồng** trên HOSE từ đầu năm, khối lượng khớp lệnh bình quân tháng **giảm 23%** so với cùng kỳ. Tăng trưởng là có thật, nhưng tiền chưa quay lại.
- ▶ **Số danh nghĩa và số thực kể hai câu chuyện khác nhau.** Bán lẻ tăng 13,3% nghe rất mạnh, nhưng sau khi trừ yếu tố giá chỉ còn 7,6% — tức **gần một nửa mức tăng đến từ giá chứ không phải từ lượng hàng bán ra**. Tương tự, FDI đăng ký tăng 55,4% trong khi số dự án cấp mới chỉ tăng 9,4%: đây là hiệu ứng của vài siêu dự án, không phải một làn sóng vốn lan tỏa.
- ▶ **Rủi ro đáng theo dõi nhất không phải tăng trưởng, mà là lạm phát và tỷ giá.** CPI bình quân đã ở 4,45% khi mục tiêu cả năm là khoảng 4,5%, và **riêng tháng 8 đã lên 4,89%** — quỹ đạo còn đang đi lên. Khi lạm phát chạm ngưỡng, dư địa hạ lãi suất để hỗ trợ nền kinh tế hẹp dần.

2 HAI CHIẾC NHIỆT KẾ: LẠM PHÁT NÓNG LÊN, SẢN XUẤT TĂNG TỐC**A CPI — đã chạm ngưỡng mục tiêu**

Con số: CPI bình quân 8 tháng **+4,45%** so với cùng kỳ; lạm phát cơ bản **+4,24%**. Riêng tháng 8: **+0,47%** so với tháng trước và **+4,89%** so với cùng kỳ, chủ yếu do nhóm giao thông **+4,09%** sau các đợt điều chỉnh giá xăng dầu trong nước.

Vì sao quan trọng → Nghị quyết Quốc hội đặt mục tiêu CPI bình quân 2026 **khoảng 4,5%**. Mức 4,45% sau 8 tháng nghĩa là **đã dùng gần hết dư địa**, chứ không còn là “tiệm cận”. Quỹ đạo cũng dốc lên: 4 tháng đầu năm mới 3,99%, nay 4,45%, tháng gần nhất 4,89%.

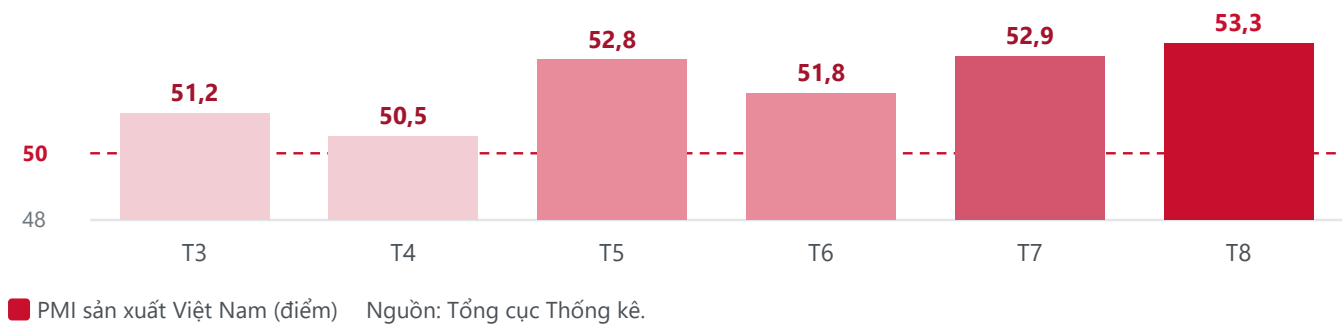
B PMI — đơn hàng đang khỏe thật

Con số: PMI sản xuất (S&P Global) tháng 8/2026 đạt **53,3 điểm**, tăng liên tiếp từ 51,8 (T6) và 52,9 (T7) — **tháng thứ 14 liên tiếp trên ngưỡng 50**. Sản lượng tăng tháng thứ 16 liên tiếp, tốc độ nhanh nhất trong hơn hai năm.

Điểm sáng kép → Chi phí đầu vào **tăng chậm nhất 11 tháng** và tồn kho thành phẩm giảm mạnh — hai tín hiệu tốt cho biên lợi nhuận quý 4. **Điểm cần lưu ý:** việc làm vẫn giảm, là lần giảm thứ 5 trong 6 tháng. Doanh nghiệp tăng sản lượng bằng năng suất chứ chưa bằng tuyển thêm người.

PMI trên ngưỡng 50 suốt 14 tháng — và đang tăng tốc trong quý 3

Ngưỡng 50 là ranh giới giữa mở rộng và thu hẹp. Ba tháng gần nhất đi lên liên tục, xác nhận cho số liệu sản xuất công nghiệp chứ không mâu thuẫn với nó.

**3 SẢN XUẤT CÔNG NGHIỆP: ĐỘNG LỰC TĂNG TRƯỞNG THẬT CỦA NĂM 2026**

- ▶ IIP 8 tháng tăng **11,9%** — cao nhất của một kỳ 8 tháng trong nhiều năm (chuỗi 2019–2026: 9,5% / 2,2% / 5,5% / 9,2% / -0,2% / 8,4% / 8,5% / **11,9%**). Riêng tháng 8 tăng **14,4%** so với cùng kỳ. Ngành **chế biến, chế tạo +12,5%** một mình đóng góp 9,6 điểm phần trăm — tức **hơn 80% toàn bộ mức tăng**.
- ▶ **Nhưng vẫn dưới kế hoạch nội bộ.** Kịch bản điều hành của Chính phủ cho tháng 8 là tăng trên 17%, thực hiện hơn 14%. Sản xuất mạnh nhưng chưa đủ nhanh để đưa cả năm về mục tiêu tăng trưởng hai chữ số: 6 tháng mới đạt 8,18%, nghĩa là nửa cuối năm cần khoảng **11,5–12%**. Các tổ chức quốc tế dự báo thấp hơn đáng kể — Ngân hàng Thế giới quanh 6%, ADB và Standard Chartered quanh 7,2%.

4 TIỀN VÀO NỀN KINH TẾ: CAM KẾT NHIỀU, TIỀN THẬT VÀO CHẬM

ĐẦU TƯ CÔNG — đã đi hết 2/3 năm nhưng mới thực hiện được một nửa kế hoạch

Vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách nhà nước 8 tháng đạt **546,8 nghìn tỷ đồng**, bằng **50,5% kế hoạch năm**, tăng 18,5% so với cùng kỳ. Nhịp độ đang tăng tốc rõ rệt (6 tháng mới +12,7%, tháng 8 riêng lẻ +24,1%), nhưng khoảng cách vẫn lớn: **đã qua 66,7% thời gian mà mới làm được 50,5% khối lượng**. Phần lớn gánh nặng dồn vào quý 4 — đây vừa là rủi ro tiến độ, vừa là dư địa hỗ trợ tăng trưởng và nhóm cổ phiếu xây dựng, vật liệu.

VỐN NGOẠI — khoảng cách giữa lời hứa và tiền mặt đang giãn ra

FDI **đăng ký** đạt **40,63 tỷ USD (+55,4%)** nhưng FDI **thực hiện** chỉ **17,25 tỷ USD (+12,0%)** — dù vậy vẫn là mức thực hiện cao nhất 5 năm. Khoảng cách giữa hai con số giãn từ 10,7 tỷ USD cùng kỳ 2025 lên **23,4 tỷ USD**. Nguyên nhân: vốn cấp mới tăng 96,8% về giá trị nhưng số dự án chỉ tăng 9,4% — tức tăng trưởng đến từ **vài dự án rất lớn**. Vốn đăng ký giải ngân trong nhiều năm nên một phần khoảng cách là cơ học; điều đáng theo dõi là tốc độ chuyển hóa thành nhà xưởng và đơn hàng thực.

TÍN DỤNG — chậm hơn nhịp cần thiết, hàm ý áp lực dồn vào cuối năm

Đến **29/7/2026**, dư nợ tín dụng toàn hệ thống vượt **20,15 triệu tỷ đồng**, tăng **8,38%** so với cuối 2025. Định hướng cả năm của NHNN là **khoảng 15%** (được Thủ tướng khẳng định giữa tháng 8/2026 là **không phải trần cứng**). Nếu giữ định hướng này, hệ thống cần bơm thêm khoảng **6,6 điểm phần trăm trong 5 tháng cuối năm** — nhanh gần gấp đôi nhịp 7 tháng đầu. Đây là biến số quan trọng nhất với nhóm cổ phiếu ngân hàng và với thanh khoản thị trường quý 4.

5 CẦU TIÊU DÙNG VÀ CÁN CÂN THƯƠNG MẠI

ĐIỂM TÍCH CỰC

- + **Quy mô bán lẻ kỷ lục:** 5.235,5 nghìn tỷ đồng trong 8 tháng, tăng 13,3% danh nghĩa.
- + **Du lịch phục hồi bền:** 15,9 triệu lượt khách quốc tế, **+14,4%** — hỗ trợ hàng không, lưu trú, bán lẻ.
- + **Quy mô thương mại cao nhất lịch sử:** tổng kim ngạch 8 tháng **770,14 tỷ USD (+28,7%)**, xuất khẩu +22,4%.
- + **Nhập siêu đã dừng giãn:** riêng tháng 8 gần như cân bằng, thâm hụt chỉ **113 triệu USD**.

ĐIỂM CẦN THẬN TRỌNG

- **Cầu thực đi ngang:** bán lẻ loại trừ giá +7,6%, gần như bằng +7,5% cùng kỳ. Người tiêu dùng chưa mạnh lên.
- **Cán cân đảo chiều:** nhập siêu **20,46 tỷ USD** sau 8 tháng, so với xuất siêu 14,02 tỷ USD cùng kỳ 2025 — chuỗi 9 tháng nhập siêu liên tiếp.
- **Nhưng cần đọc đúng:** nhập khẩu tăng 35,3% chủ yếu là **máy móc và nguyên liệu của khối FDI** (nhập khẩu FDI +39,2%), tức đầu vào cho sản xuất — không phải hàng tiêu dùng.

6 TỪ VĨ MÔ SANG THỊ TRƯỜNG VỐN: CƠ CHẾ TRUYỀN DẪN

► Một chỉ tiêu vĩ mô chỉ ảnh hưởng tới giá cổ phiếu khi nó đi qua ba trạm: **lãi suất** (mức chiết khấu để định giá), **lợi nhuận doanh nghiệp** (tử số của định giá) và **dòng tiền** (ai mua, ai bán). Năm 2026, ba trạm này đang phát tín hiệu ngược chiều nhau:

TRẠM 1 · LÃI SUẤT

Trung tính đến bất lợi. CPI 4,45% chậm mục tiêu, tỷ giá trung tâm liên tục lập đỉnh → NHNN giữ nguyên lãi suất điều hành, điều tiết qua thanh khoản và OMO. Kịch bản hạ lãi suất gần như không còn trên bàn.

TRẠM 2 · LỢI NHUẬN

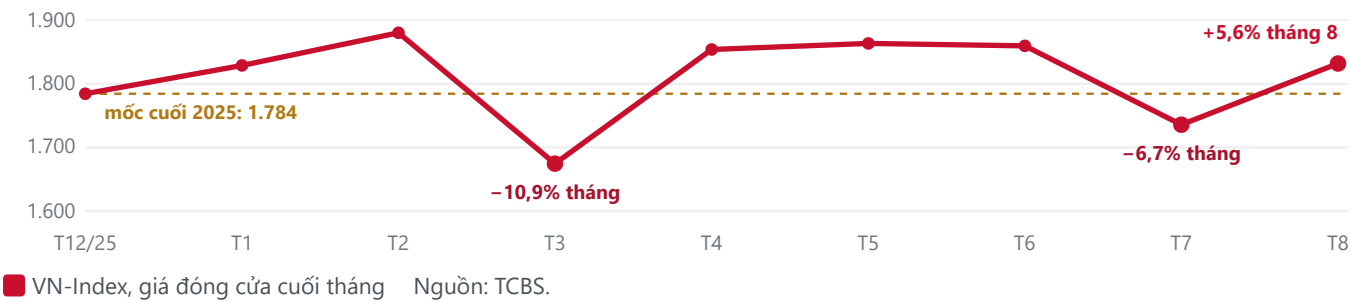
Thuận lợi. IIP +11,9%, PMI 53,3, chi phí đầu vào tăng chậm nhất 11 tháng, tồn kho giảm. Nhóm chế biến chế tạo, xuất khẩu, khu công nghiệp và logistics có nền lợi nhuận quý 3–4 tốt.

TRẠM 3 · DÒNG TIỀN

Đang chuyển từ xấu sang tốt. Bán ròng lớn suốt 8 tháng nhưng tốc độ đang giảm dần. Sự kiện nâng hạng FTSE hiệu lực 21/9 là chất xúc tác cụ thể.

VN-Index 2026: hai cú sụt sâu, và một mặt bằng gần như không đổi sau 8 tháng

Giá đóng cửa cuối tháng. Chỉ số kết thúc tháng 8 tại 1.832,12 điểm — chỉ nhỉnh hơn 2,67% so với cuối 2025, dù trong năm đã hai lần điều chỉnh trên 10%.



Chi báo thị trường (8 tháng 2026)	Giá trị	Ý nghĩa với nhà đầu tư
VN-Index (31/12/25 → 31/8/26)	+2,67%	Thị trường gần như đi ngang dù GDP tăng 8,18% — định giá chưa chạy trước tăng trưởng.
VN30 cùng kỳ	-2,35%	Vốn hóa lớn kém hơn mặt bằng chung; dòng tiền nội tập trung ở nhóm vừa và nhỏ.
Khối lượng khớp lệnh bình quân tháng	-23,3%	Thanh khoản mỏng đi rõ rệt so với 8T2025 — biên độ dao động lớn hơn với cùng một lượng tiền.
Khối ngoại — mua/bán ròng HOSE	-92,7 ngh.tỷ	Áp lực bán ròng kéo dài (khoảng 3,5 tỷ USD), là lực cản chính của chỉ số trong năm.
Khối ngoại — 6 phiên cuối tháng 8	+1.014 tỷ	Mua ròng 6 phiên liên tiếp (21–28/8) — tín hiệu đảo chiều đầu tiên, cần thêm thời gian xác nhận.

7 SỰ KIẾN LỚN NHẤT CỦA QUÝ 4: NÂNG HẠNG FTSE CÓ HIỆU LỰC 21/9/2026

VÌ SAO ĐÂY LÀ MỐC ĐÁNG CHÚ Ý NHẤT VỚI DÒNG VỐN NGOẠI

FTSE Russell chính thức nâng Việt Nam từ **thị trường cận biên** lên **thị trường mới nổi hạng hai (Secondary Emerging)**. Các thay đổi có hiệu lực **sau phiên 18/9/2026 và áp dụng từ thứ Hai 21/9/2026**. **27 cổ phiếu Việt Nam** vào rổ FTSE All-Cap — 3 mã Large Cap (**VCB, VIC, VHM**), 3 mã Mid Cap (**BID, HPG, VPB**) và 21 mã Small Cap (FPT, MSN, VNM, SSI, STB, SHB, HDB, VJC, VRE, NVL, VCI, VND, VIX, MSB, GEX, HCM, MCH, SSB, TCX, VPL, VCK); cùng khoảng 90 mã Micro Cap, tổng cộng **117 cổ phiếu**.

- ▶ **Cách hiểu thực tế:** nâng hạng không tự làm doanh nghiệp tốt lên. Tác động đến từ việc các quỹ chỉ số toàn cầu **bắt buộc phải mua** theo tỷ trọng mới, và từ việc Việt Nam lọt vào tầm ngắm của nhóm quỹ chủ động lớn hơn hẳn nhóm quỹ cận biên trước đây. Đây là **lực cầu kỹ thuật, tập trung vào các mã trong rổ** — không lan tỏa toàn thị trường.
- ▶ **Điều chưa chắc chắn:** quy mô dòng vốn thụ động thực tế chưa có con số kiểm chứng độc lập tại thời điểm báo cáo — nên theo dõi giá trị mua ròng thật trong tuần 21–25/9 thay vì đặt cược vào các ước tính lan truyền. Với **MSCI**, đến kỳ đánh giá tháng 6/2026 Việt Nam **vẫn chưa vào danh sách theo dõi nâng hạng**.

8 NHỮNG ĐIỂM CẦN TIẾP TỤC THEO DÕI

- ? **CPI tháng 9–12.** Nếu CPI bình quân vượt 4,5% và lạm phát cơ bản tiếp tục đi lên, khả năng nới lỏng biến mất hoàn toàn và nhóm cổ phiếu nhạy lãi suất chịu áp lực.
- ? **Tốc độ tín dụng cuối năm.** Số cuối tháng 8 chưa công bố. Nếu đến hết quý 3 vẫn dưới 11–12%, mục tiêu 15% cả năm khó đạt và tăng trưởng lợi nhuận ngân hàng phải điều chỉnh.
- ? **Tỷ giá và DXY.** Tỷ giá trung tâm lên 25.610 đồng/USD (29/8) sau khi lập đỉnh 25.306 đồng (28/7); DXY quanh 99,4 điểm đầu tháng 9. Tỷ giá tăng nhanh sẽ kéo dài đà bán ròng của khối ngoại.
- ? **Giá trị mua ròng thực tế tuần 21–25/9.** Thước đo trực tiếp nhất để biết dòng vốn nâng hạng có đúng như kỳ vọng hay không.
- ? **Giải ngân đầu tư công quý 4.** Cần hoàn thành gần 50% kế hoạch năm chỉ trong 4 tháng — kết quả sẽ quyết định nhóm xây dựng, vật liệu, hạ tầng.
- ? **Chính sách thuế quan của Mỹ.** Xuất khẩu vẫn tăng 22,4%, nhưng chưa có đánh giá định lượng đáng tin cậy về mức thuế đang áp dụng và phần nào là do doanh nghiệp đẩy hàng sớm. Đây là ẩn số lớn nhất với nhóm xuất khẩu trong 2027.

© Techcom Securities | Tầng 27, Tầng 28 và Tầng 29, Tòa C5 D'Capitale, số 119 Trần Duy Hưng, Phường Yên Hòa, Thành phố Hà Nội |
Hotline: 1900 23 23 66 | www.tcbs.com.vn

Để không bỏ lỡ các báo cáo phân tích mới nhất từ TCBS Research, Quý khách vui lòng đăng ký địa chỉ email qua link sau: **Đăng ký**.

Mọi góp ý về báo cáo phân tích, Quý khách vui lòng gửi về địa chỉ research.feedback@tcbs.com.vn. Chúng tôi xin chân thành cảm ơn.

Miễn trừ trách nhiệm:

Thông tin trong báo cáo được tổng hợp từ các nguồn TCBS đánh giá là đáng tin cậy tại thời điểm phát hành, nhưng TCBS không bảo đảm tính chính xác hoặc đầy đủ. Các nhận định phản ánh quan điểm của TCBS tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi. Số liệu kinh tế 8 tháng đầu năm 2026 bao gồm các ước tính của cơ quan thống kê và có thể được điều chỉnh trong các kỳ công bố tiếp theo; danh mục cổ phiếu thuộc rổ chỉ số FTSE nêu trong báo cáo là thông tin công bố của FTSE Russell, không phải khuyến nghị đầu tư của TCBS.

Báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo, không phải khuyến nghị đầu tư. Nhà đầu tư tự đánh giá và chịu trách nhiệm đối với quyết định của mình. Hiệu quả trong quá khứ không bảo đảm kết quả trong tương lai; đầu tư luôn có rủi ro, kể cả mất vốn.

Trong phạm vi pháp luật cho phép, TCBS không chịu trách nhiệm đối với tổn thất phát sinh từ việc sử dụng báo cáo. Báo cáo thuộc sở hữu của TCBS; mọi sao chép, trích dẫn hoặc phân phối lại phải được TCBS chấp thuận bằng văn bản.