



Báo cáo Chiến lược Tháng 8/2026

Thuận dòng, rộng lối?

- Triển vọng vĩ mô của Việt Nam vẫn duy trì tích cực trong năm 2026, song trọng tâm chính sách đang dịch chuyển từ đặt mục tiêu tăng trưởng sang năng lực triển khai trên thực tế. GDP tăng 8,18% trong 6T26 (Q2: +8,39%), trong khi các chỉ báo tháng 7 tiếp tục cho thấy nền tăng trưởng vững: sản xuất công nghiệp tăng 14,5% svck, đưa mức tăng 7T2026 lên 11,4% - cao nhất trong ít nhất 8 năm; chế biến chế tạo tăng 15,0% svck và vốn FDI thực hiện đạt mức cao nhất trong 5 năm. Sau phiên họp Chính phủ tháng 7, đầu tư công nhiều khả năng tiếp tục được xem là động lực chính trong nửa cuối năm 2026. Chúng tôi duy trì dự báo tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức 8,5-9,0%.
- Sau giai đoạn đi ngang tích lũy, thị trường điều chỉnh đáng kể trong tháng 7, với VN-Index đóng cửa tại 1.735,8 điểm (-6,7% so với tháng trước) trước khi phục hồi khoảng 4% từ vùng đáy 1.668 điểm. Áp lực điều chỉnh xuất phát từ các lo ngại pháp lý tại một số doanh nghiệp niêm yết, mặt bằng lãi suất cao và tâm lý thận trọng hơn trên thị trường quốc tế. Diễn biến này cũng phù hợp với xu hướng điều chỉnh tại nhiều thị trường trong khu vực như Đài Loan (-6,5%), Nhật Bản (-8,1%) và Hàn Quốc (-22,2%), phản ánh quá trình định giá lại rủi ro mang tính rộng hơn.
- Tăng trưởng lợi nhuận tiếp tục là điểm tựa quan trọng cho thị trường. Tính riêng trên HOSE, doanh thu Q2/26 tăng 37,9% svck, trong khi LNST cổ đông công ty mẹ (NPATMI) tăng 45,8% svck; loại trừ Vingroup, mức tăng vẫn đạt 27,9% svck, đưa tăng trưởng lợi nhuận nửa đầu năm 2026 lên 29,2%. Ngân hàng (+24,6% svck) và bất động sản (+232% svck) đóng góp khoảng 70% vào tăng trưởng lợi nhuận, trong khi bán lẻ, tiện ích, dầu khí, vật liệu xây dựng và phân bón tiếp tục ghi nhận nền lợi nhuận cải thiện.
- Trong nửa cuối năm 2026, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng có thể chậm lại khi hiệu ứng nền thuận lợi suy giảm và chi phí vốn cao bắt đầu tác động rõ hơn tới hoạt động kinh doanh. CPI toàn phần giảm 0,12% so với tháng trước trong tháng 7, nhưng lạm phát cơ bản vẫn ở mức 4,19% trong 7T2026; trong khi đó, các điều chỉnh chính sách như Thông tư 25 có thể mở rộng dư địa tín dụng nhưng chưa đủ để kéo giảm chi phí vốn. Chất lượng tài sản ngân hàng cần được theo dõi sát hơn khi tỷ lệ nợ xấu ở mức 1,97% và tỷ lệ bao phủ giảm còn 82,9%. Bên cạnh đó, thâm hụt thương mại bảy tháng ở mức 20,5 tỷ USD, chủ yếu phản ánh nhu cầu đầu tư, song việc xuất siêu sang Hoa Kỳ ở mức cao có thể làm gia tăng rủi ro liên quan đến các cuộc điều tra theo Mục 301.
- Ở chiều tích cực, định giá thị trường đã trở nên hấp dẫn hơn sau nhịp điều chỉnh. P/E dự phóng 2026 hiện ở mức 12,2x, hoặc khoảng 9,5x nếu loại trừ các cổ phiếu liên quan đến Vingroup, tiệm cận các vùng định giá thường xuất hiện trong giai đoạn thị trường chịu áp lực. Câu chuyện nâng hạng thị trường tiếp tục là chất xúc tác trung hạn quan trọng, với đợt phân bổ thụ động đầu tiên theo FTSE dự kiến diễn ra vào tháng 9/2026 và quá trình đưa vào đầy đủ được triển khai theo từng giai đoạn đến tháng 9/2027.
- Trong ngắn hạn, yếu tố mùa vụ tháng 8, áp lực bán liên quan đến margin hạ nhiệt và dòng vốn ngoại cải thiện có thể hỗ trợ các cơ hội giao dịch. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng có chọn lọc do áp lực lãi suất chưa giảm đáng kể và triển vọng lợi nhuận nửa cuối năm 2026 có thể kém bất phá hơn nửa đầu năm 2026. Theo đó, chiến lược phù hợp là chuyển trọng tâm từ dự báo điểm số sang lựa chọn vị thế theo ngành và cổ phiếu: ưu tiên các nhóm hưởng lợi từ mở rộng năng lực sản xuất và đầu tư hạ tầng như khu công nghiệp, logistics, điện, vật liệu xây dựng và nhà thầu hạ tầng; chọn lọc ở nhóm ngân hàng; và duy trì tỷ trọng ở nhóm tiêu dùng như nhóm phòng thủ. Các cổ phiếu đáng chú ý gồm HPG, MSN, VCB, FPT, PVT, GVR, TCB, PLX và MWG.

1

KINH TẾ VIỆT NAM

Tháng 7/2026





Động lực tăng trưởng và dư địa chính sách

Dữ liệu vĩ mô tháng 7 tiếp tục củng cố động lực tăng trưởng hiện hữu. Câu hỏi trọng tâm là phần dư địa để duy trì động lực này đến từ nền kinh tế thực đến đâu, và phần nào đang được hình thành từ chính sách.

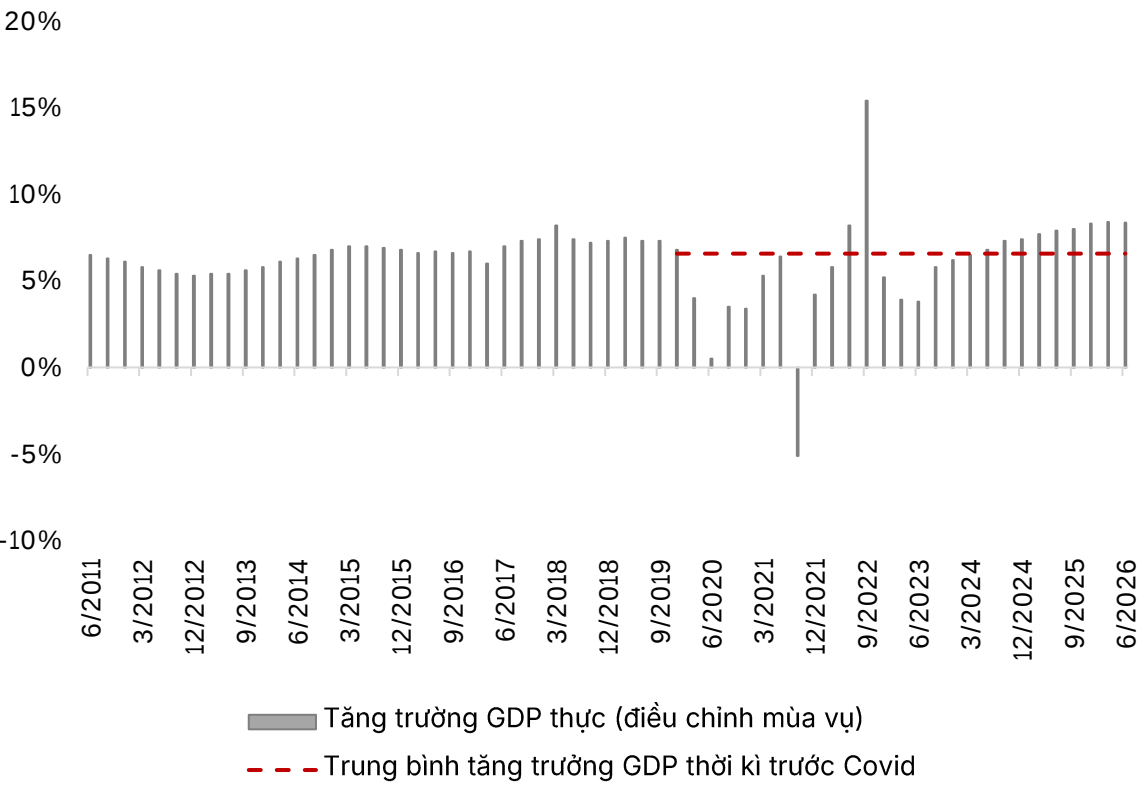
Việt Nam bước vào tháng 8 với đà tăng trưởng kinh tế thực chất giữa bối cảnh cải cách triệt để các rào cản pháp lý. Số liệu vĩ mô tháng 7 xác nhận lại đà tăng của quý 2 với số liệu tháng 6 điều chỉnh theo hướng: sản xuất công nghiệp và chế biến, chế tạo được điều chỉnh tăng nhẹ, trong khi doanh thu bán lẻ chỉ bị điều chỉnh giảm khoảng 0,4%. Tháng 7 tiếp tục ghi nhận cải thiện ở sản lượng công nghiệp, hoạt động bán lẻ, kim ngạch XNK và đầu tư công. Tăng trưởng sản xuất công nghiệp trong 7T2026 đạt mức mạnh nhất svck kể từ 2018, FDI giải ngân đạt mức cao nhất 5 năm, và tiến độ thực hiện đầu tư công tiếp tục cải thiện.

Một số động lực tăng trưởng đang được hình thành, dù chưa lan tỏa ra toàn nền kinh tế. Sản lượng công nghiệp, FDI tăng và đầu tư công cải thiện đang tạo thêm năng lực sản xuất thực. Tuy nhiên, các yếu tố này chưa kéo theo sự cải thiện rõ rệt về thanh khoản/lãi suất, tiêu dùng hộ gia đình hay cán cân tổng thể; đồng thời, khả năng hấp thụ khối lượng đầu tư theo kế hoạch với quy mô chưa từng có vẫn là một câu hỏi mở.

Các hỗ trợ từ chính sách và pháp lý đang được đẩy mạnh. Các điều chỉnh thận trọng về chính sách tiền tệ đang gia tăng năng lực cho vay về mặt quy định mà chưa làm giảm đáng kể chi phí vốn. Dự thảo sửa đổi các nghị định về PPP được kỳ vọng sẽ cải thiện trình tự triển khai đối với các dự án BT (hợp đồng xây dựng - chuyển giao) quy mô lớn, trong khi các cải cách lập pháp rộng hơn hướng tới chuyển hóa quyền tiếp cận nguồn lực công thành các quyền rõ ràng hơn và tăng khả thi về tài trợ vốn đối với dự án.

Ở thời điểm hiện tại, lực đỡ của nền kinh tế đến từ chính sách nhiều hơn từ chu kỳ tăng trưởng. Các biện pháp này có thể giúp nền kinh tế vượt qua một giai đoạn chuyển tiếp, nhưng không thể thay thế cho sự cải thiện thực chất của chu kỳ. Dữ liệu tháng 7 cho thấy sự cải thiện ở khía cạnh nguồn vốn ngắn hạn, nhưng động lực tăng trưởng chưa lan tỏa đồng đều. Nhà đầu tư nên chọn lọc hơn khi trả phần bù định giá, ưu tiên các doanh nghiệp đã chứng minh được năng lực thực thi, đồng thời lưu ý rằng phần lớn dư địa hỗ trợ hiện nay vẫn phụ thuộc nhiều yếu tố, đi kèm điều kiện và có thể thay đổi.

Tăng trưởng GDP



Nguồn: NSO, SSI Research



Kinh tế tháng 7: Vẫn vững vàng nhưng chưa bứt phá

Số liệu tháng 6 sau điều chỉnh vẫn khá tích cực, trong khi tháng 7 nổi dài đà phục hồi nhưng chưa tạo ra một bước ngoặt mới.

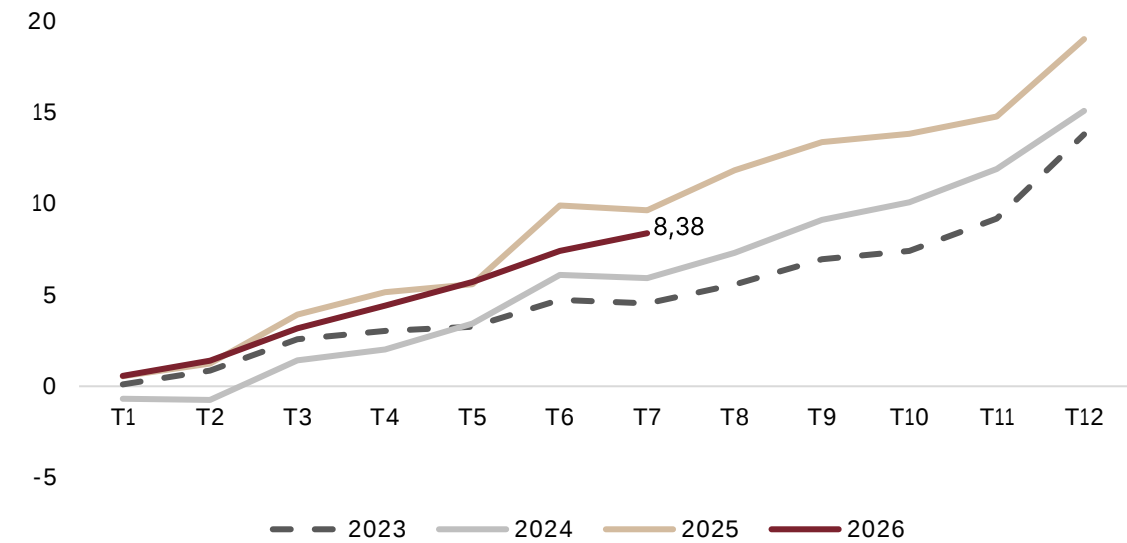
Dữ liệu tháng 7 xác nhận các chỉ báo trong tháng 6 là có cơ sở. Sản xuất công nghiệp tháng 6 được điều chỉnh tăng từ 12,71% lên 12,87% svck, còn chế biến, chế tạo từ 12,58% lên 12,80%. Doanh thu bán lẻ tháng 6 được điều chỉnh giảm nhẹ từ 665,6 nghìn tỷ đồng xuống 662,8 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 0,4%. Vì vậy, động lực bước vào quý 3 không bị đánh giá cao quá mức, qua đó củng cố luận điểm tích cực vốn dựa nhiều vào điểm đảo chiều của tháng 6.

Tháng 7 tiếp tục cải thiện. Sản xuất công nghiệp tăng 14,5% svck và 1,2% so với tháng trước, đưa tăng trưởng 7T2026 lên 11,4%, mức mạnh nhất cùng kỳ trong ít nhất 8 năm gần đây. Ngành chế biến, chế tạo tăng 15,0% svck trong tháng 7 và 12,0% trong 7T2026, dẫn dắt bởi kim loại (+23,5%) và điện tử (+12,8%). Năng lực sản xuất mới đang đi vào vận hành rõ nét hơn, phù hợp với dữ liệu nhập khẩu và FDI.

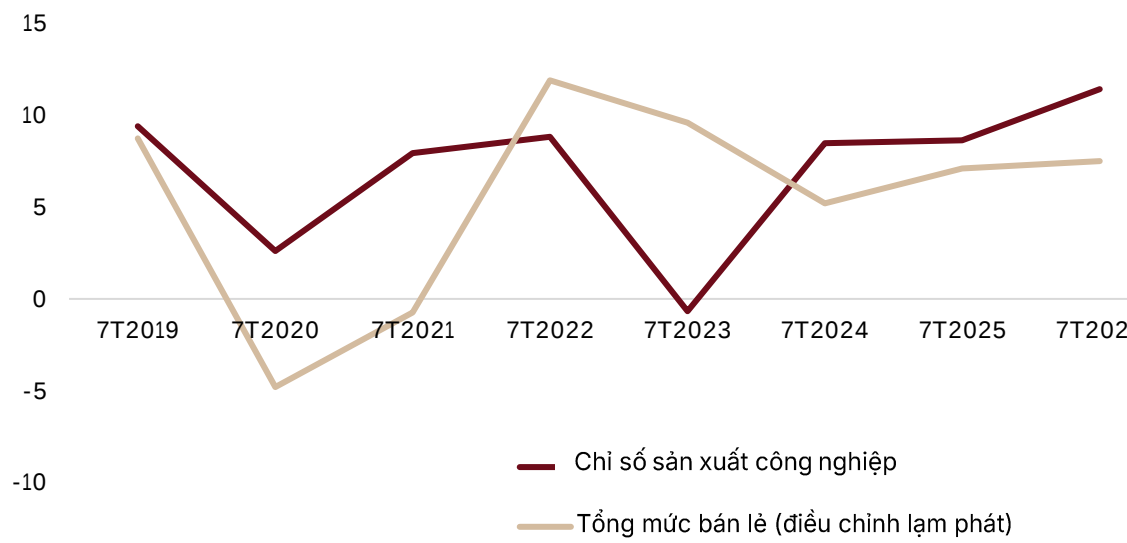
Tiêu dùng ổn định. Doanh thu bán lẻ danh nghĩa tăng 13,1% và khoảng 7,5% (loại trừ lạm phát) trong 7 tháng, gần như không đổi so với mức 7,4% của cùng kỳ năm trước.

Nhờ đó, quý 3/2026 đang khởi đầu với nền tảng tương đối vững, được dẫn dắt bởi công nghiệp, FDI và sự cải thiện thực chất của đầu tư công thay vì bởi tiêu dùng. Lạm phát toàn phần hạ nhiệt giúp NHNN linh hoạt hơn trong điều hành ngắn hạn. Hai yếu tố cần theo dõi sẽ quyết định liệu động lực này có được duy trì trong nửa cuối năm 2026 hay không. Thứ nhất, đó là chu kỳ nhập khẩu cần chuyển hóa thành doanh thu xuất khẩu tăng thêm. Thứ hai, năng lực thực thi có hấp thụ được phần còn lại của danh mục dự án đầu tư công khi các ràng buộc triển khai bắt đầu xuất hiện. Nói cách khác, rủi ro chính không nằm ở nhu cầu, mà ở khả năng chuyển hóa nguồn lực thành kết quả thực tế.

Tăng trưởng tín dụng (%)



Chỉ số sản xuất công nghiệp & tăng trưởng doanh thu bán lẻ (%)



Nguồn: NSO, SSI Research

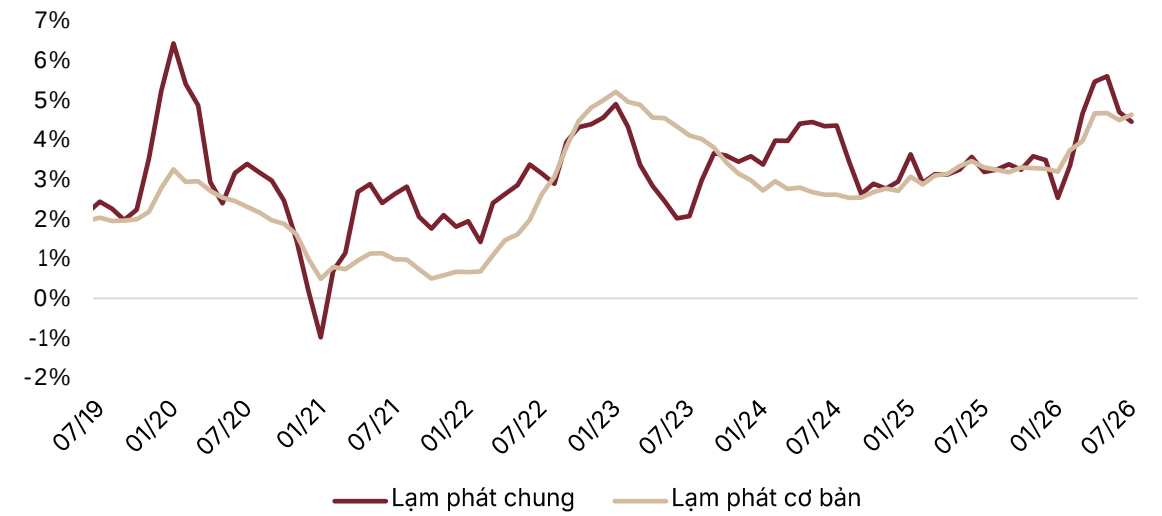
Lạm phát chung đã hạ nhiệt, nhưng áp lực lạm phát nền tảng vẫn cần được theo dõi.

CPI tháng 7 giảm 0,12% so với tháng trước khi giá nhiên liệu và thực phẩm hạ nhiệt, đưa CPI bình quân 7T2026 lên 4,39%. Tuy nhiên chưa đủ để xác nhận một xu hướng giảm lạm phát bền vững. CPI bình quân quý 1 ở mức 3,63%, cho thấy lạm phát giai đoạn tháng 4 đến tháng 7 vẫn vận hành gần 4,95% svck trước khi giảm trong tháng 7. Nói cách khác, lạm phát tính chung vẫn tăng tốc trong quý II, tiến gần ngưỡng trên của mục tiêu kiểm soát lạm phát, và mới chỉ bắt đầu hạ nhiệt gần đây.

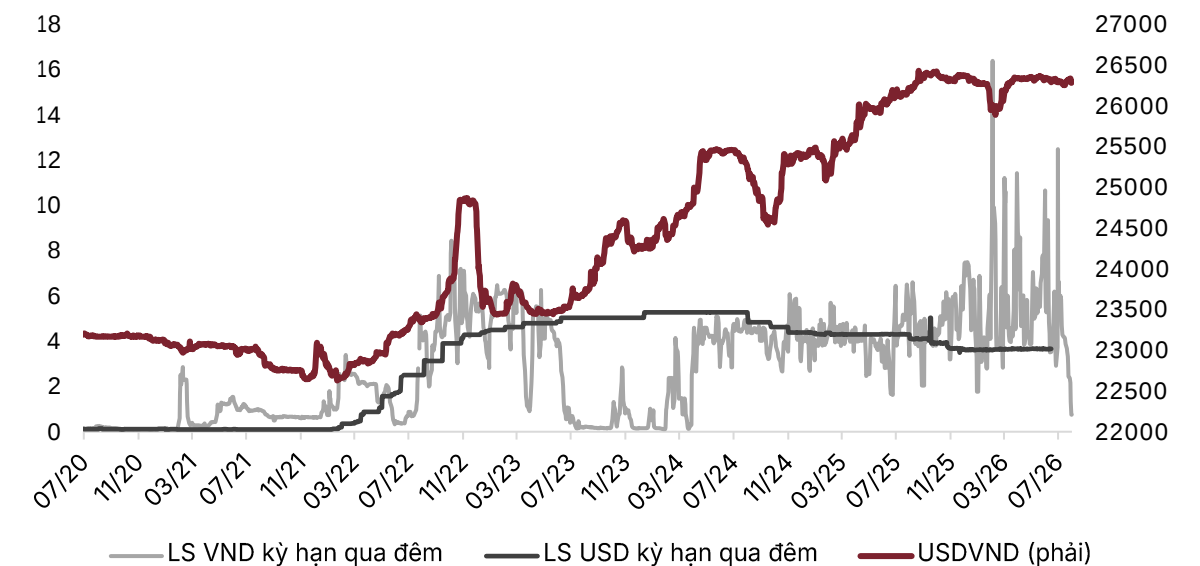
Cơ cấu lạm phát vẫn chưa ủng hộ luận điểm nổi lỏng. Lạm phát cơ bản tăng 0,33% so với tháng trước, bình quân 4,19% svck trong 7T2026 và đạt 4,63% svck trong tháng 7, cao hơn mức lạm phát toàn phần 4,45%. Điểm này đáng chú ý vì lạm phát cơ bản của Việt Nam không bao gồm các nhóm giá do Nhà nước quản lý và các nhóm thường biến động mạnh như lương thực, thực phẩm, điện sinh hoạt, y tế và giáo dục. Lạm phát cơ bản cao hơn lạm phát toàn phần cho thấy áp lực giá không chỉ đến từ các nhóm biến động mạnh, mà đang xuất hiện rõ hơn ở phần còn lại của rổ CPI. Tuy nhiên, cần có dữ liệu đóng góp chi tiết để xác định chính xác các nhóm đang tạo áp lực này.

Theo chúng tôi, dữ liệu tháng 7 chỉ tạo thêm dư địa để điều tiết thanh khoản trong ngắn hạn, chưa đủ để mở ra chu kỳ giảm lãi suất. Để lãi suất cho vay giảm bền vững, cần đồng thời thấy chi phí vốn kỳ hạn hạ xuống, lạm phát cơ bản giảm và áp lực tỷ giá dịu lại. Hiện cả ba điều kiện này đều chưa xuất hiện. Tín dụng vẫn tăng mạnh trong khi huy động còn căng, cho thấy nguồn vốn vẫn có sẵn nhưng chưa rẻ.

Lạm phát chung và lạm phát cơ bản (%)



Diễn biến lãi suất liên ngân hàng và tỷ giá USD/VND



Thâm hụt thương mại có thể lý giải về mặt kinh tế, và chuỗi cung ứng điện tử đóng góp một phần đáng kể.

Trong 7T2026, Việt Nam ghi nhận thâm hụt thương mại hàng hóa 20,5 tỷ USD. Xuất khẩu tăng 21,7% lên 319,5 tỷ USD, trong khi nhập khẩu tăng mạnh hơn, 34,8%, lên 340,1 tỷ USD. So với mức thặng dư khoảng 10 tỷ USD cùng kỳ năm trước, cán cân thương mại đã đảo chiều khoảng 31 tỷ USD, một mức thay đổi đủ lớn để cần được phân tích kỹ.

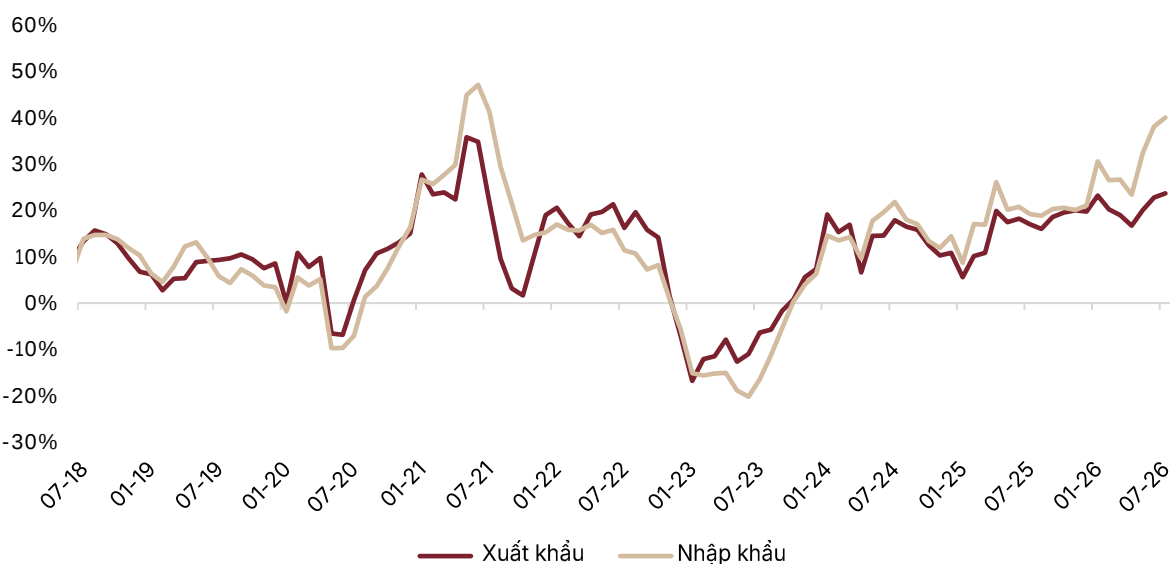
Cơ cấu nhập khẩu cho thấy thâm hụt chủ yếu gắn với mở rộng năng lực sản xuất. Đầu vào sản xuất chiếm 94,1% tổng nhập khẩu, phù hợp với FDI giải ngân cao nhất 5 năm và sản lượng công nghiệp tăng tốc. Một phần mức tăng nhập khẩu điện tử cũng có thể đến từ nhu cầu toàn cầu cao hơn đối với chip và linh kiện liên quan đến AI, cũng như giá trị linh kiện tăng. Vì vậy, thâm hụt thương mại hiện nay không phản ánh sự suy yếu rộng của năng lực cạnh tranh, mà giống một giai đoạn đầu tư để mở rộng công suất trong tương lai hơn.

Điểm cần theo dõi là thời gian và quy mô của thâm hụt. Thâm hụt hàng tháng đã tăng từ khoảng 2,6 tỷ USD trong tháng 6 lên 3,6 tỷ USD trong tháng 7. Rủi ro không nằm ở bản thân thâm hụt, mà ở độ trễ trước khi máy móc và linh kiện nhập khẩu chuyển thành xuất khẩu tăng thêm. Trong giai đoạn chờ đợi đó, xuất khẩu vẫn có thể tăng mạnh nhưng áp lực tỷ giá theo chu kỳ vẫn còn. Độ trễ này sẽ kéo dài hơn nếu cầu bên ngoài suy yếu hoặc tiến độ đưa công suất mới vào vận hành chậm lại, tương tự rủi ro thực thi được đề cập ở phần tài khóa sau đó.

Các chỉ báo cần theo dõi gồm nhập khẩu hàng hóa vốn theo tháng, tăng trưởng xuất khẩu điện tử và tỷ giá. Nếu xuất khẩu điện tử tăng tốc trong quý 4 trong khi nhập khẩu hạ nhiệt, luận điểm mở rộng năng lực sẽ được củng cố. Ngược lại, nếu nhập khẩu duy trì ở mức cao nhưng xuất khẩu không tăng tương ứng, áp lực tỷ giá đề cập ở trên sẽ gia tăng thay vì giảm bớt.

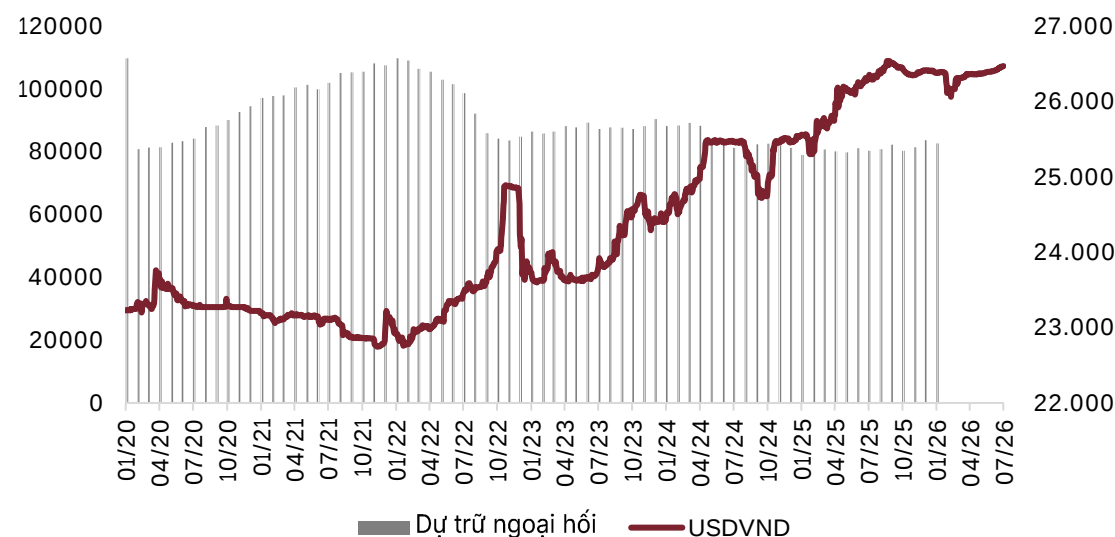
Chúng tôi duy trì quan điểm rằng thâm hụt thương mại là một phần của mô hình tăng trưởng hiện tại, không phải dấu hiệu bất thường.

Tăng trưởng xuất nhập khẩu



Nguồn: NSO, SSI Research.

Dự trữ ngoại hối (triệu USD) và tỷ giá



Nguồn: SSI Research

Cấu trúc thương mại đang củng cố luận điểm mở rộng năng lực, nhưng đồng thời cũng tạo ra rủi ro chính sách lớn nhất cho Việt Nam. Trong 7 tháng, Việt Nam thặng dư 91,4 tỷ USD với Hoa Kỳ, nhưng thâm hụt 93,0 tỷ USD với Trung Quốc và 32,4 tỷ USD với Hàn Quốc; riêng thâm hụt với Hàn Quốc tăng 86,9%. Nếu duy trì theo tốc độ hiện tại, thặng dư song phương với Hoa Kỳ có thể tăng đáng kể trong cả năm. Điều này có thể làm Việt Nam bị giám sát chặt hơn trong các cuộc điều tra theo Mục 301. Trọng tâm có thể là dư thừa công suất, mức độ phụ thuộc chuỗi cung ứng và nguồn gốc giá trị gia tăng. Nói cách khác, cùng một cấu trúc thương mại vừa có thể được lý giải bằng nhu cầu mở rộng năng lực, vừa tạo ra điểm dễ tổn thương về chính sách.

Kết quả sẽ phụ thuộc vào ba biến số. Thứ nhất là phạm vi điều tra: liệu cuộc điều tra, nếu có, chỉ tập trung vào các ngành đã xác định là dư thừa công suất hay mở rộng sang lắp ráp điện tử, lĩnh vực mà Việt Nam có thể bị ảnh hưởng đáng kể. Thứ hai là nguồn gốc và mức độ chuyển đổi thực chất: liệu việc xử lý đầu vào từ Trung Quốc và Hàn Quốc tại Việt Nam có được xem là sản xuất thực sự hay chỉ là trung chuyển. Thứ ba là thời điểm, vì các biện pháp khắc phục, nếu được áp dụng, nhiều khả năng sẽ rơi vào giai đoạn công suất mới của Việt Nam đang tăng sản lượng.

Nhìn chung, thâm hụt thương mại không phải là dấu hiệu suy yếu vĩ mô, nhưng vẫn tạo ra rủi ro chính sách thương mại thực sự. Điểm thứ nhất phản ánh cơ cấu kinh tế của cán cân thương mại; điểm thứ hai phụ thuộc vào cách Cơ quan thương mại Hoa Kỳ diễn giải cơ cấu đó. Do đó, tuy đây không phải là kịch bản cơ sở của chúng tôi, rủi ro lớn nhưng khó dự báo đang dịch chuyển sang chính sách thương mại.

Top 20 các thị trường xuất siêu sang Hoa Kỳ

Triệu USD	T6/2026	2026 TĐN	XẾP HẠNG 2026 TĐN	XẾP HẠNG 2025
Việt Nam	-23.647	-114.028	1	4
Đài Loan	-15.806	-107.182	2	5
Mexico	-21.342	-102.581	3	2
Trung Quốc	-15.579	-73.857	4	1
Thái Lan	-9.189	-54.156	5	11
Hàn Quốc	-8.408	-35.714	6	10
Đức	-6.666	-30.662	7	7
Canada	-6.521	-24.349	8	12
Ấn Độ	-4.481	-23.017	9	9
Malaysia	-4.486	-22.029	10	14
Nhật Bản	-3.132	-21.713	11	8
Ireland	-2.688	-17.699	12	3
Ý	-2.925	-14.368	13	13
Pháp	-1.666	-10.791	14	16
Indonesia	-1.699	-10.311	15	15
Campuchia	-1.340	-8.149	16	18
Philippines	-1.337	-6.707	17	24
Áo	-1.362	-6.565	18	19
Bangladesh	-701	-3.789	19	23
Venezuela	-1.248	-3.602	20	47

Nguồn: BEA



Đẩy mạnh đầu tư công, nhưng điểm nghẽn nằm ở khả năng triển khai

Tiến độ đầu tư công tiếp tục cải thiện trong tháng 7. Tính đến ngày 31/7, giải ngân đạt 425,3 nghìn tỷ đồng, tương đương 41,9% kế hoạch Thủ tướng giao, hoặc 43,8% nếu loại trừ phần tiết kiệm ngân sách địa phương dành cho tuyến đường sắt Lào Cai - Hà Nội - Hải Phòng. So với cùng kỳ năm trước, giải ngân tăng 86,8 nghìn tỷ đồng và cao hơn 3,6 điểm phần trăm so với kế hoạch, cho thấy khâu thực thi đã cải thiện rõ rệt.

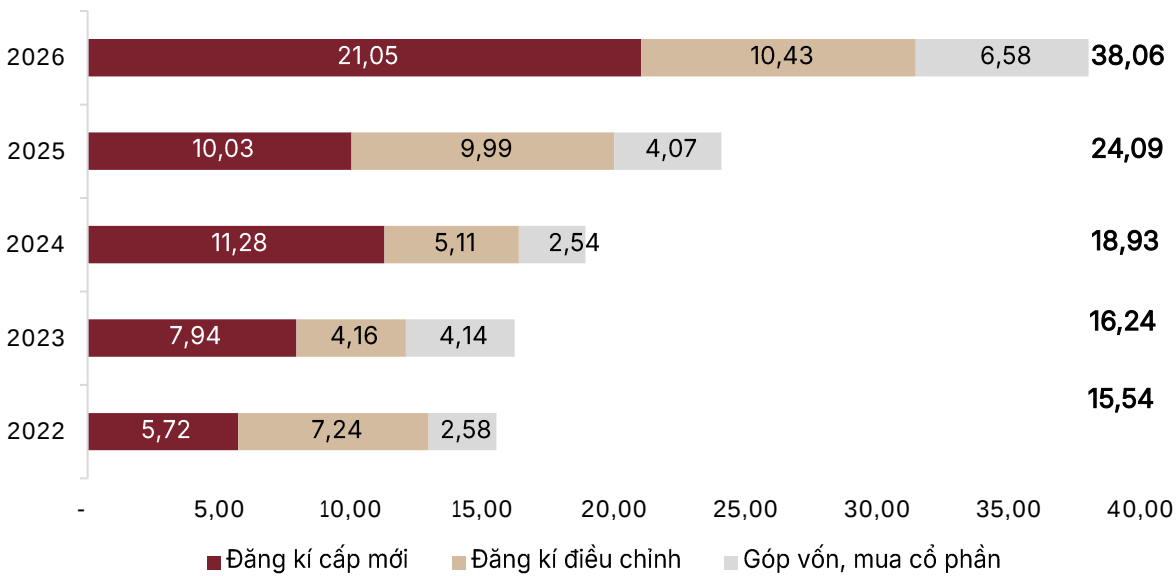
Theo thông lệ, giải ngân đầu tư công thường tăng tốc trong nửa cuối năm. Tuy nhiên, thách thức của năm 2026 nằm ở quy mô vốn rất lớn, trên 1 triệu tỷ đồng. Với tiến độ hiện tại, giải ngân bình quân mỗi tháng trong giai đoạn tới gần gấp đôi mức bình quân từ đầu năm. Vì vậy, vấn đề không chỉ là yếu tố mùa vụ có lặp lại hay không, mà là năng lực triển khai có đủ để hấp thụ mức giải ngân kỷ lục này.

Đối với các dự án hạ tầng giao thông, đến cuối tháng 7, giải ngân đạt khoảng 31,5% kế hoạch, tăng từ 24,2% cuối tháng 6, nhưng tiến độ giữa các dự án còn rất phân hóa. Có 22 dự án trọng điểm giải ngân dưới 5% và 13 dự án chưa khởi động. Hai dự án đường sắt chiếm hơn ba phần tư kế hoạch vốn năm 2026 của Bộ Xây dựng nhưng vẫn ở giai đoạn đầu; Bộ XD đã đề xuất giảm phân bổ 72,09 nghìn tỷ đồng và chuyển một phần sang giải phóng mặt bằng, tái định cư. Với một số dự án lớn, nguồn vốn hiện đã đi trước mức độ sẵn sàng triển khai.

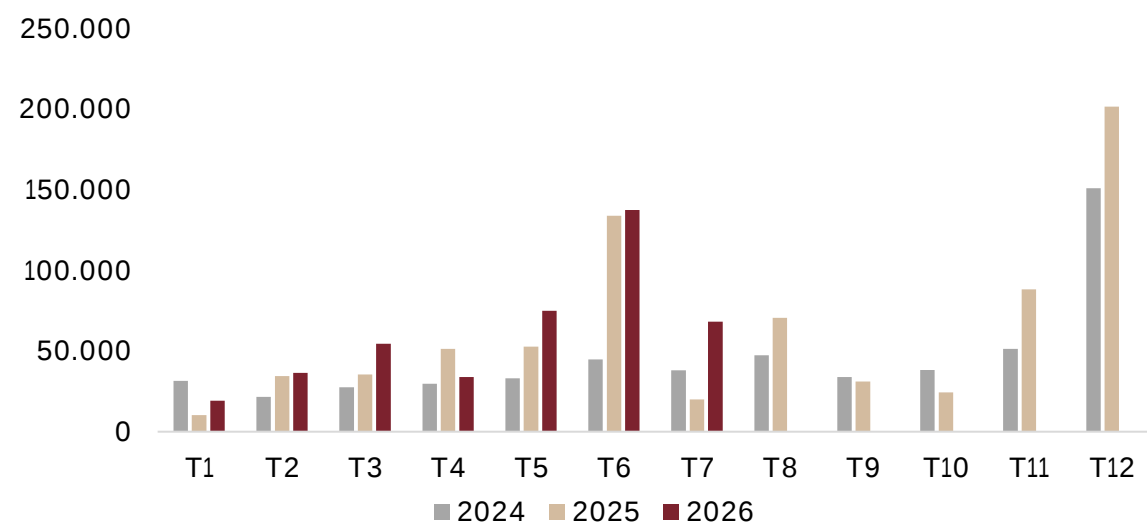
Ngoài ra, Chính phủ ưu tiên nâng cấp các tuyến cao tốc đã phân kỳ trước đó và đẩy nhanh chuẩn bị đầu tư để dự án sẵn sàng khi có vốn. Đồng thời, các kênh tài trợ được mở rộng thông qua PPP, chuyển nhượng quyền thu phí và nhượng quyền vận hành, bảo trì. Giao thông dự kiến vẫn chiếm khoảng 60-65% kế hoạch trung hạn 2026-2030. Bộ Tài chính cũng ghi nhận đề xuất từ một số bộ, ngành và địa phương về việc hoàn trả vốn ngân sách trung ương chưa sử dụng, qua đó củng cố nhận định rằng điểm nghẽn hiện nằm ở từng dự án cụ thể, hơn là ở thiếu vốn.

Quan điểm của chúng tôi là đầu tư công sẽ tiếp tục hỗ trợ tăng trưởng trong nửa cuối năm 2026, khi giải ngân thường tăng tốc theo mùa vụ. Tuy nhiên, ràng buộc chính đã chuyển từ phân bổ vốn sang mức độ sẵn sàng của dự án và năng lực thực thi. Trọng tâm vì vậy không còn là tìm thêm nguồn vốn, mà là khả năng biến nguồn vốn đã có thành tiến độ thực tế.

Dòng vốn FDI vào Việt Nam (từ đầu năm, tỷ USD)



Giải ngân đầu tư công (tỷ đồng)



Nguồn: NSO, SSI Research

Ngân hàng có thêm dư địa cho vay, nhưng chi phí vốn vẫn cao

Nới quy định giúp mở rộng khả năng cho vay, nhưng chi phí vốn chưa giảm.

Chính sách đang hỗ trợ hệ thống ngân hàng chủ yếu thông qua nới một số quy định an toàn, thay vì cắt giảm lãi suất. Thông tư 25 nâng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung và dài hạn từ 30% lên 40%, đồng thời kéo dài thời gian tính tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước vào nguồn vốn theo quy định từ tháng 8.

Biện pháp liên quan đến Kho bạc cần được nhìn nhận đúng bản chất. Đây là hỗ trợ tạm thời, có thời hạn, chủ yếu tác động đến các ngân hàng thương mại nhà nước đang nắm gần như toàn bộ khoản tiền gửi này và ở gần ngưỡng quy định nhất. Biện pháp này chỉ nới một phần ràng buộc cho một nhóm ngân hàng cụ thể, không phải là tín hiệu nới lỏng vốn trên toàn hệ thống. Vì vậy, nên xem đây là hỗ trợ chuyển tiếp.

Vấn đề cần phân tích không phải là quy mô, mà là thời điểm dòng tiền quay lại nền kinh tế. Trong bảy tháng đầu năm, thu ngân sách vượt chi, khiến một phần tiền mặt tài khóa được tích lũy thay vì đưa vào lưu thông. Khi đầu tư công được giải ngân cho nhà thầu và nhà cung cấp, dòng tiền này sẽ dần quay lại hệ thống. Theo đó, biện pháp liên quan đến Kho bạc và tiến độ đầu tư công phản ánh cùng một vấn đề: phần vốn đã được phân bổ nhưng chưa giải ngân vẫn tạm nằm trong hệ thống ngân hàng cho đến khi dự án được triển khai nhanh hơn. Hỗ trợ này sẽ giảm dần khi chu kỳ tài khóa trở lại bình thường.

Điều chưa thay đổi đáng kể là chi phí vốn. Tăng trưởng tín dụng vẫn mạnh và ngân hàng vẫn còn khả năng cho vay, nhưng lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn một tháng vẫn quanh 7%, cạnh tranh huy động tiếp diễn, nhu cầu vốn kỳ hạn dài hơn tăng lên và tín dụng tiếp tục tăng nhanh hơn tiền gửi. Nguồn vốn sẵn có hơn, nhưng chưa thật sự dồi dào. Một số chỉ báo chất lượng tài sản chưa được cải thiện, cho thấy tăng trưởng lợi nhuận và chất lượng bảng cân đối đang bắt đầu phân hóa.

Khả năng tiếp cận vốn đang cải thiện trước khi biên lợi nhuận phục hồi. Vì vậy, ngân hàng chỉ nên được định giá lại khi có bằng chứng rõ hơn về chi phí vốn giảm và chất lượng bảng cân đối ổn định, thay vì chỉ dựa vào hỗ trợ về chính sách.

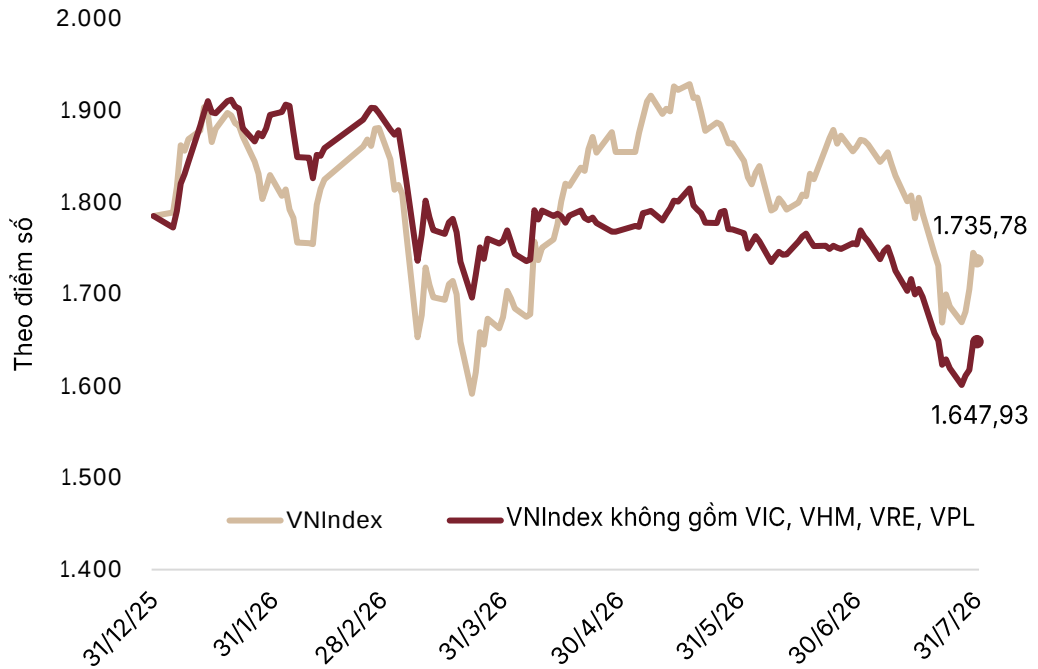
2 TRIỂN VỌNG TTCK VÀ KHUYẾN NGHỊ



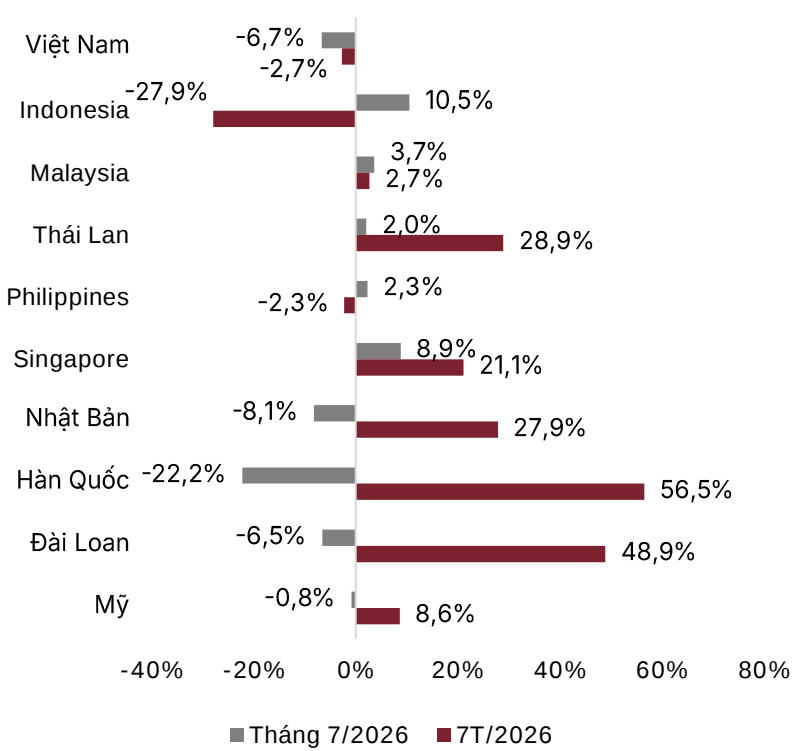
TTCK Việt Nam tháng 7/2026: Nhịp điều chỉnh mạnh kiểm chứng điểm cân bằng mới của thị trường

- TTCK Việt Nam điều chỉnh mạnh trong tháng 7 trước tác động đồng thời của các yếu tố trong nước và quốc tế, gồm lo ngại pháp lý tại một số doanh nghiệp niêm yết, mặt bằng lãi suất cao và môi trường toàn cầu kém thuận lợi do căng thẳng địa chính trị. VN-Index chốt tháng ở 1.735,8 điểm, giảm 6,7% so với cuối tháng 6, nhưng đã hồi phục khoảng 4% từ đáy trong tháng là 1.668 điểm.
- Độ rộng thị trường nghiêng về chiều giảm, với 314 mã giảm và 85 mã tăng, dù áp lực điều chỉnh tập trung hơn là lan tỏa toàn diện. Các cổ phiếu vốn hóa lớn như VIC, TCB, BID, GAS, GVR, CTG, VCB, VPL, VPB và BCM đóng góp khoảng 51,7 điểm vào mức giảm của VN-Index. Nếu loại trừ nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup (VIC, VHM, VRE và VPL), VN-Index giảm khoảng 6,0% trong tháng, so với mức giảm toàn phần 6,7%.
- Diễn biến theo ngành tiếp tục cho thấy sự phân hóa rõ nét. Các nhóm phòng thủ hoặc có nền tảng hỗ trợ mang tính cấu trúc ghi nhận mức giảm thấp hơn, gồm hàng tiêu dùng thiết yếu (-2,2%), năng lượng (-3,6%), bất động sản (-3,9%) và công nghệ thông tin (-4,9%). Ngược lại, áp lực bán tập trung mạnh hơn ở hàng tiêu dùng không thiết yếu (-16,7%), công nghiệp (-13,1%), bất động sản không bao gồm Vingroup (-13,0%), tiện ích (-8,5%) và tài chính (-7,8%).

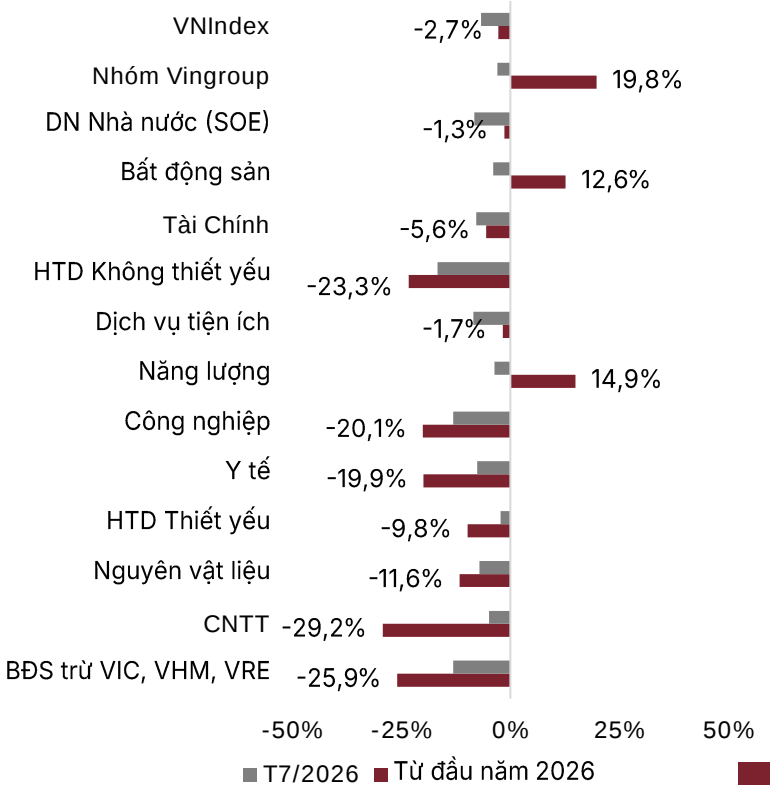
Điều chỉnh mạnh và tìm được điểm cân bằng ngay trong tháng



Mức độ điều chỉnh không quá khác biệt so với một số thị trường trong khu vực



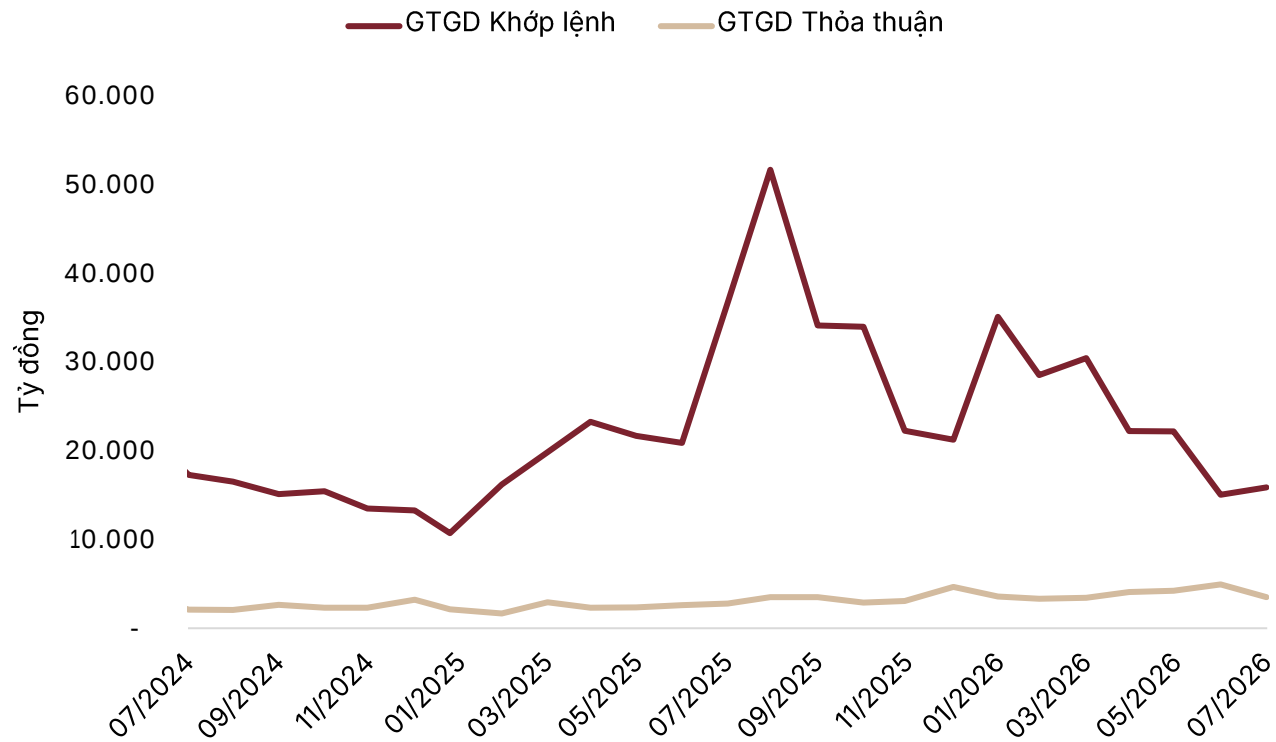
Phần lớn thị trường điều chỉnh trong tháng 7 và 7 tháng đầu năm



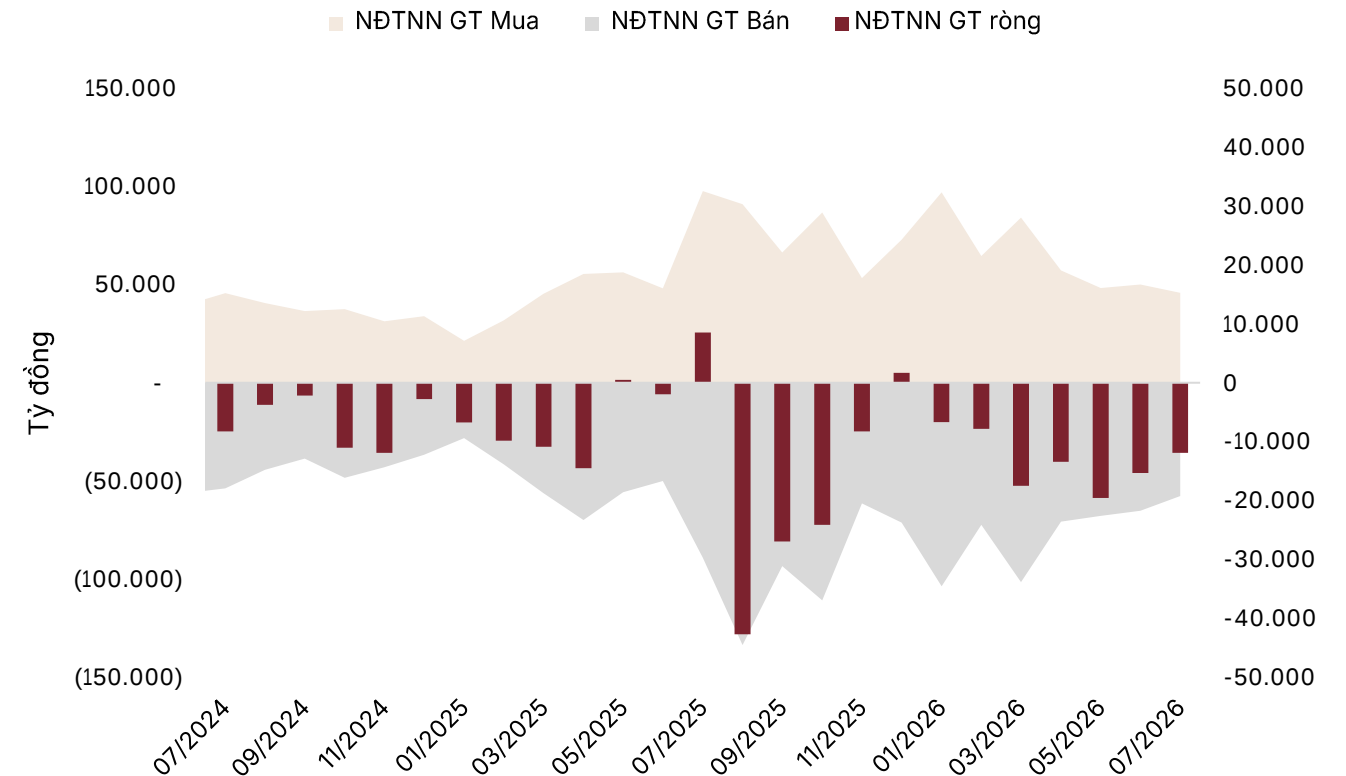
Thanh khoản vẫn trầm lắng trong khi áp lực bán ròng của khối ngoại hạ nhiệt

- Thanh khoản thị trường vẫn trầm lắng trong tháng 7. Giá trị giao dịch bình quân đạt khoảng 19,3 nghìn tỷ đồng/ngày, chỉ thấp hơn nhẹ so với 19,9 nghìn tỷ đồng của tháng 6, nhưng vẫn thấp đáng kể so với mức bình quân 28 nghìn tỷ đồng/ngày trong 7T2026 và 28,8 nghìn tỷ đồng/ngày của năm 2025. Giá trị khớp lệnh bình quân đạt khoảng 15,8 nghìn tỷ đồng/phiên, thấp hơn các mức lịch sử dù nhích nhẹ so với tháng trước. Dữ liệu cho thấy mức độ tham gia của nhà đầu tư đã ổn định hơn trong tháng, nhưng chưa phục hồi rõ rệt, phản ánh tâm lý rủi ro vẫn thận trọng sau nhịp điều chỉnh gần đây.
- Tuy nhiên, hoạt động của nhà đầu tư nước ngoài cho thấy tín hiệu tích cực hơn. Lũy kế 7 tháng, khối ngoại bán ròng 92,3 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, giá trị bán ròng trong tháng 7 giảm còn 11,9 nghìn tỷ đồng, giảm rõ rệt so với 15,3 nghìn tỷ đồng trong tháng 6 và 19,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 5. Tổng giá trị mua đạt 45,8 nghìn tỷ đồng, trong khi giá trị bán đạt 57,7 nghìn tỷ đồng. Cả hai đều giảm so với tháng trước, nhưng giá trị bán thu hẹp mạnh hơn giá trị mua, giúp mức bán ròng tháng 7 thấp nhất trong 5 tháng gần đây.

Thanh khoản thị trường vẫn duy trì mức thấp so với lịch sử



Khối ngoại tạm thời giảm dần áp lực bán ròng



SSI Lợi nhuận doanh nghiệp tiếp tục củng cố đà tăng trong Q2/2026

Kết quả kinh doanh Q2/2026 tiếp tục duy trì đà tăng trưởng mạnh. Tổng doanh thu trên ba sàn tăng 37,6% svck, trong khi tổng LNST của cổ đông công ty mẹ (NPATMI) tăng 47,7% svck. Trên HOSE, NPATMI hợp nhất tăng 45,8% svck, thấp hơn nhẹ so với mức 49,8% svck của Q1/2026.

Nếu loại trừ nhóm Vingroup, tổng NPATMI tăng 27,9% svck, so với 31,8% svck trong Q1/2026, đưa tăng trưởng lũy kế nửa đầu năm 2026 lên 29,2% svck.

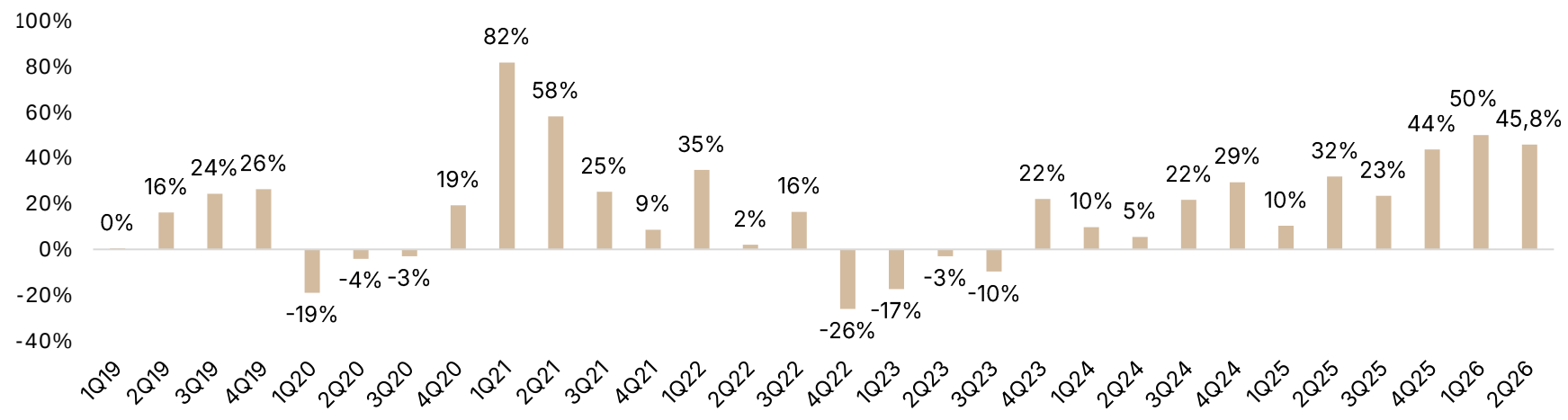
Tăng trưởng lợi nhuận vẫn khá rộng giữa các ngành, với phần lớn nhóm ngành ghi nhận mức tăng hai chữ số. Chỉ một số ít nhóm, gồm du lịch, hàng cá nhân và gia dụng, cùng ô tô, ghi nhận tăng trưởng âm.

Ngân hàng và bất động sản tiếp tục đóng góp lớn nhất, với lợi nhuận ròng Q2/2026 trên HOSE tăng lần lượt 24,6% svck và 232% svck. Cả hai nhóm đều tăng tốc so với Q1/2026 và đóng góp tổng cộng 70% vào mức tăng lợi nhuận trong quý.

Các ngành đã tăng trưởng lợi nhuận mạnh trong Q1/2026 tiếp tục duy trì động lực tích cực trong Q2/2026, gồm bán lẻ, tiện ích, dầu khí, vật liệu xây dựng và phân bón.

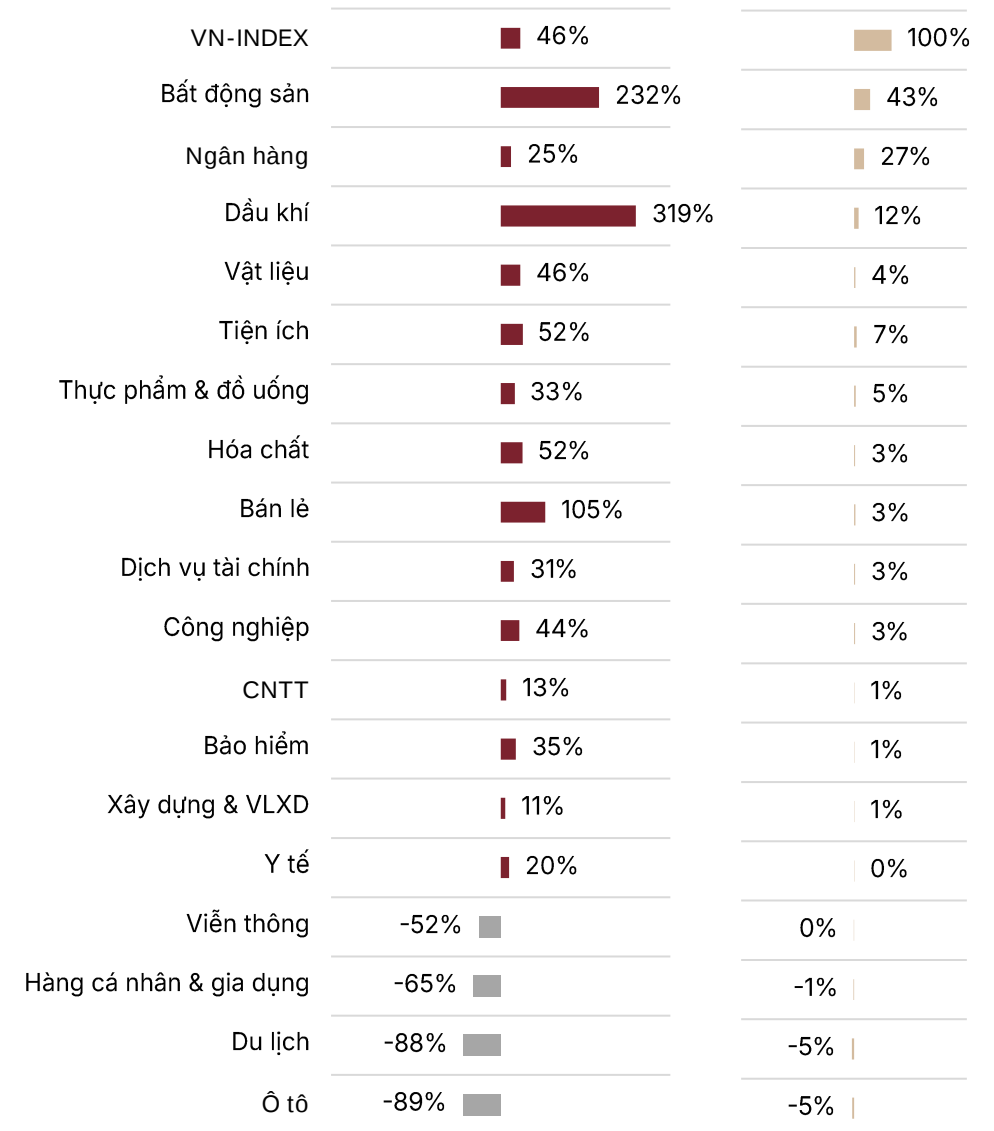
Nhìn chung, kết quả Q2/2026 vượt kỳ vọng của SSI Research ở một số ngành, đặc biệt là ngân hàng, dầu khí, bán lẻ và bất động sản. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo tăng trưởng lợi nhuận sẽ chậm lại trong nửa cuối năm 2026 do tác động trễ của mặt bằng lãi suất cao hơn và hiệu ứng tài sản suy yếu khi thị trường bất động sản tiếp tục chững lại.

Tăng trưởng NPATMI của các công ty niêm yết trên HOSE (%svck)



Nguồn: SSI Research, Công ty. Dữ liệu tại ngày 31/07/2026.

NPATMI Q2/2026 trên HOSE theo ngành (%svck)



■ Tăng trưởng NPATMI Q2/2026

■ Đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận

SSI

Ngân hàng: Lợi nhuận tiếp tục tăng mạnh, chất lượng tài sản cần theo dõi sát

- Các ngân hàng trong phạm vi theo dõi ghi nhận tổng LNTT Q2/2026 đạt 95,7 nghìn tỷ đồng, tăng 27,6% svck và 20,3% so với quý trước. Nhóm NHTMNN dẫn dắt tăng trưởng, với VCB tăng 58% svck và 48% so với quý trước, trong khi CTG (+22% svck) và BID (+20% svck) tiếp tục ghi nhận kết quả tích cực. Ở nhóm NHTMCP, những ngân hàng còn dư địa hạn mức tín dụng vượt trội hơn, gồm VPB (+76% svck), HDB (+51% svck) và MBB (+41% svck), trong khi STB kém khả quan hơn (-44% svck).
- Tăng trưởng tín dụng duy trì vững nhưng phân hóa.** Tín dụng hợp nhất tăng 5,3% so với quý trước và 9,1% từ đầu năm, giữ được động lực của Q1/2026. Nhóm NHTMCP dẫn dắt, với VPB, HDB và TCB tăng 11-12% so với quý trước, còn MBB tăng 9,6%. Ngược lại, nhóm NHTMNN tăng thận trọng hơn, với CTG và BID khoảng +3% so với quý trước, trong khi VCB đi ngang để giữ dư địa cho vay hạ tầng trong nửa cuối năm. Sau khi đa dạng hóa danh mục cho vay trong Q1/2026, các ngân hàng phần lớn quay lại các mảng tín dụng truyền thống trong Q2/2026. Những ngân hàng có hạn mức tín dụng dồi dào như MBB, VPB, HDB, TCB, TPB và VIB chủ yếu giải ngân vào chủ đầu tư bất động sản (+22% so với quý trước), bán buôn, bán lẻ và sửa chữa ô tô (+6%), cùng dịch vụ tài chính, chủ yếu là công ty chứng khoán (+20%). Trong khi đó, các NHTMNN và ACB tập trung cho vay khách hàng doanh nghiệp lớn và hộ kinh doanh.
 - Nguồn vốn phục hồi, nhưng thanh khoản vẫn chịu áp lực.** Tiền gửi tăng 5,3% so với quý trước, cao hơn mức +1,5% trong Q1/2026 và tương đương tốc độ tăng tín dụng. Tuy vậy, LDR vẫn ở mức cao 102,4%. Các ngân hàng tiếp tục đa dạng hóa nguồn vốn qua chứng chỉ tiền gửi và vay nước ngoài, gồm VPB 1,44 tỷ USD, HDB 720 triệu USD và ACB 500 triệu USD; do đó, chi phí vốn nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao.
 - Chất lượng tài sản tiếp tục suy yếu.** Tỷ lệ nợ xấu tăng từ 1,88% lên 1,97%, trong khi dư nợ nhóm 2 tăng từ 1,30% lên 1,45%. Tỷ lệ bao phủ nợ xấu giảm từ 86,0% xuống 82,9% dù chi phí dự phòng tăng 22,6% svck, cho thấy bộ đệm dự phòng đang thu hẹp. Nợ xấu tăng chủ yếu tại STB, CTG, BID và HDB, trong khi nợ nhóm 2 suy giảm đáng chú ý ở STB và HDB.
 - Biên lãi ròng phục hồi.** NIM toàn ngành tăng lên 3,22% từ 3,04% trong Q1/2026 (+18 điểm cơ bản so với quý trước; +4 điểm cơ bản svck), được hỗ trợ bởi lãi suất cho vay cải thiện, tỷ trọng cho vay trung và dài hạn cao hơn và mức sử dụng hạn mức tín dụng vẫn cao. Tuy nhiên, độ bền của nhịp phục hồi này vẫn chưa chắc chắn khi chi phí vốn tiếp tục được định giá lại theo hướng tăng.
 - Thu nhập ngoài lãi cải thiện.** Thu nhập phí tăng 54,3% svck (+27,9% so với quý trước); tổng thu nhập ngoài lãi tăng 17,7% svck (+33,2% so với quý trước), phản ánh sự phục hồi trên diện rộng và đóng góp ngày càng lớn vào lợi nhuận.
 - Hiệu quả hoạt động cải thiện.** CIR giảm xuống 28,2%, so với 29,4% trong Q1/2026 và 32,6% trong Q4/2025, khi chi phí hoạt động tăng 10,2% svck, thấp hơn tăng trưởng thu nhập hoạt động 21,2% svck.

NH	LNTT			So với đầu năm		Tỷ lệ nợ xấu	Nhóm 2	So với quý trước		LLR	NIM	So với quý trước (bps)			CASA	ROE	CIR
	Nghìn tỷ đồng	% svck	% QoQ	Tín dụng	Tiền gửi			Nợ xấu	Nhóm 2			NIM	CoF	IEA			
NHTMNN	42,5	33,8%	34,8%	5,2%	4,1%	1,28%	0,86%	0,09%	-0,08%	149%	2,6%	16	47	60	26%	22%	29%
BID	10,3	20%	21%	6%	5%	1,83%	1,22%	0,07%	-0,11%	76%	2,1%	22	54	72	21%	18%	32%
CTG	14,7	22%	32%	5%	3%	1,20%	0,93%	0,18%	-0,13%	134%	2,9%	13	47	61	23%	25%	24%
VCB	17,4	58%	48%	5%	4%	0,61%	0,25%	-0,01%	0,02%	279%	3,0%	11	39	46	34%	24%	32%
NHTMCP	53,2	23,0%	10,8%	13,2%	9,8%	2,64%	2,04%	0,04%	0,37%	65%	3,8%	19	71	86	20%	19%	27%
ACB	5,4	-12%	0%	9%	8%	1,03%	0,65%	0,06%	-0,06%	105%	3,1%	26	80	99	21%	18%	30%
STB	2	-44%	-4%	2%	5%	7,54%	2,65%	0,92%	1,70%	57%	3,1%	18	65	85	17%	9%	28%
MBB	10,6	41%	10%	13%	8%	1,45%	0,98%	0,03%	-0,08%	94%	4,2%	35	70	97	35%	24%	28%
TCB	9,7	22%	9%	15%	5%	1,08%	0,67%	-0,01%	-0,02%	126%	3,7%	29	63	80	35%	17%	31%
VPB	11	76%	38%	23%	23%	3,28%	3,17%	-0,30%	0,06%	56%	5,2%	-13	78	60	13%	21%	20%
MSB	1,5	-1%	-19%	11%	4%	2,53%	1,26%	-0,13%	-0,01%	52%	3,0%	-29	62	34	23%	11%	39%
OCB	1,3	25%	2%	11%	6%	3,64%	2,36%	-0,05%	0,44%	57%	3,1%	4	42	44	11%	12%	33%
HDB	7,1	51%	16%	20%	21%	2,79%	4,70%	0,19%	2,12%	50%	4,2%	37	80	120	11%	28%	24%
TPB	2,4	17%	13%	10%	1%	1,86%	1,89%	0,01%	-0,57%	67%	3,0%	6	80	88	21%	19%	39%
VIB	2,4	-8%	-15%	4%	8%	2,93%	2,56%	-0,01%	0,02%	44%	3,2%	18	57	74	12%	16%	32%
Tổng	95,7	27,6%	20,3%	9,1%	6,8%	1,97%	1,45%	0,08%	0,16%	83%	3,2%	18	59	74	24%	20%	28%

Ngành tiêu dùng: Lợi nhuận tăng mạnh, nhưng động lực có thể chậm lại

Các cổ phiếu bán lẻ MWG, FRT và DGW tiếp tục tăng trưởng mạnh trong Q2/2026, dù phục hồi tiêu dùng chung còn chậm. Doanh thu tăng 27-37% svck, trong khi NPATMI tăng 100-188% svck. Động lực chính đến từ việc kênh hiện đại lấy thị phần từ kênh truyền thống và thương mại điện tử, chu kỳ thay thế sản phẩm điện thoại điện máy thúc đẩy bởi ứng dụng AI, cùng việc tăng giá bán các sản phẩm công nghệ, qua đó hỗ trợ cả biên lợi nhuận và sản lượng.

PNJ ghi nhận doanh thu tăng 11,9% svck nhưng lỗ gần 283 tỷ đồng trong Q2/2026, chủ yếu do khoản dự phòng ước tính 865,5 tỷ đồng liên quan đến nghĩa vụ mua lại phát sinh sau ngày lập báo cáo.

Trong nhóm thực phẩm và đồ uống, kết quả tiếp tục phân hóa. VNM phục hồi vững với doanh thu và NPATMI tăng lần lượt 12,7% và 28,0% svck. MSN tăng trưởng nổi bật, với doanh thu tăng 53,5% và NPATMI tăng hơn ba lần nhờ cải thiện ở các mảng tiêu dùng cốt lõi và giá vonfram tăng mạnh. Ngược lại, doanh thu SAB gần như đi ngang, còn NPATMI giảm nhẹ svck.

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận nhóm tiêu dùng sẽ chậm lại trong nửa cuối năm 2026 khi hiệu ứng nền thấp và chu kỳ thay thế điện thoại dần bình thường trở lại. Lãi suất cao, lạm phát gia tăng và giá bất động sản giảm có thể làm suy yếu thu nhập khả dụng, qua đó tiếp tục ảnh hưởng đến sức mua. Với PNJ, lợi nhuận ngắn hạn có thể còn biến động do dự phòng và chi phí tiềm tàng liên quan đến nghĩa vụ mua lại, trong khi triển vọng dài hạn phụ thuộc nhiều hơn vào niềm tin vào thương hiệu.

	Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng NPATMI	
	2Q26	1H26	2Q26	1H26
Bán lẻ				
MWG	29,6%	29,1%	100,4%	88,4%
FRT	37,2%	33,3%	187,8%	119,4%
DGW	26,9%	40,2%	167,2%	129,9%
PNJ	11,9%	49,4%	n.a	6,3%
Thực phẩm & đồ uống				
MSN	53,5%	40,1%	202,8%	206,6%
VNM	12,7%	18,0%	28,0%	38,4%
SAB	1,2%	5,8%	-3,4%	17,6%
MCH	14,2%	13,6%	11,0%	11,6%

Nguồn: SSI Research



Vật liệu xây dựng, điện và hàng hóa tiếp tục hưởng lợi từ mặt bằng giá thuận lợi

Vật liệu xây dựng

Doanh nghiệp vật liệu xây dựng ghi nhận lợi nhuận tăng tích cực trong Q2/2026, nhờ hoạt động xây dựng tăng tốc. Tăng trưởng ngành xây dựng đạt 9,51% trong Q2/2026, cao hơn mức 8,36% của Q1/2026, qua đó củng cố nhu cầu vật liệu, hỗ trợ giá bán và thúc đẩy nhà phân phối tái tích trữ hàng tồn kho.

Trong ngành thép, HPG nổi bật nhất nhờ sản lượng bán tăng, nhu cầu nội địa cải thiện và giá thép cao hơn. HSG và NKG cũng ghi nhận lợi nhuận tăng nhờ mặt bằng giá thép thuận lợi. Ở các phân khúc khác, HT1 hưởng lợi từ nhu cầu xây dựng phục hồi, trong khi BMP và NTP duy trì tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhờ tồn kho nhựa giá thấp, qua đó giảm tác động từ đợt tăng mạnh giá nguyên liệu trong tháng 3-4.

Nhóm cổ phiếu liên quan giá hàng hóa

Kết quả nhóm dầu khí phân hóa hơn trong Q2/2026 sau diễn biến tích cực trên diện rộng ở Q1/2026. PLX và BSR ghi nhận lợi nhuận tăng rất mạnh, GAS duy trì động lực ổn định, còn PVT hưởng lợi từ giá cước tàu dầu cao hơn. Tuy nhiên, kết quả kém hơn tại PVD và OIL phần nào bù trừ các yếu tố tích cực này, phản ánh khác biệt về vận hành và dự phòng giữa từng doanh nghiệp.

Doanh nghiệp phân bón và cao su tiếp tục ghi nhận lợi nhuận tăng tích cực, dù mức độ phân hóa lớn hơn so với Q1/2026. DPM tăng tốc, DCM vẫn tăng trưởng nhưng chậm lại, trong khi nhóm cao su tiếp tục hưởng lợi từ giá bán cao hơn và thu nhập chuyển nhượng đất.

Điện & Tiện ích

Doanh nghiệp điện và tiện ích duy trì tăng trưởng lợi nhuận tích cực nhưng phân hóa rõ hơn trong Q2/2026. Thủy điện chịu áp lực từ điều kiện thủy văn kém thuận lợi, trong khi nhiệt điện được hỗ trợ bởi nhu cầu điện tiếp tục tăng. POW là điểm sáng nhờ sản lượng nhiệt điện cao hơn và thu nhập một lần; NT2 cũng duy trì tăng trưởng vững. Ngược lại, REE tăng trưởng khiêm tốn hơn, còn HDG ghi nhận lợi nhuận dương khi dự án điện gió 7A không còn lỗ tỷ giá.

	Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng NPATMI	
	2Q26	1H26	2Q26	1H26
Vật liệu xây dựng				
HPG	53,6%	47,0%	49,7%	102,2%
HSG	5,1%	5,6%	39,6%	5,1%
NKG	9,0%	-6,2%	13,7%	-19,5%
HT1	17,1%	17,1%	23,1%	109,5%
NTP	8,9%	11,8%	49,0%	37,5%
BMP	0,9%	3,2%	11,3%	8,8%
Dầu khí				
GAS	43,8%	45,8%	23,2%	17,3%
PLX	78,0%	62,7%	105,6%	36,4%
BSR	59,7%	52,4%	782,2%	1163,7%
OIL	125,5%	85,5%	-176%	83,6%
PVS	16,7%	29,3%	46,5%	36,4%
PVD	23,7%	63,0%	-32,2%	19,6%
PVT	32,5%	39,3%	87,6%	71,0%
Phân đạm & cao su				
DCM	11,2%	27,0%	35,9%	55,0%
DPM	31,8%	33,8%	124,8%	115,1%
GVR	20,5%	37,8%	58,2%	72,5%
PHR	10,4%	28,7%	300,3%	244,9%
DPR	39,1%	63,3%	55,6%	58,0%
Điện				
POW	116,1%	86,0%	484,1%	350,4%
PGV	25,4%	12,4%	65,4%	124,1%
REE	-3,5%	6,9%	1,4%	9,1%
NT2	35,7%	42,4%	23,5%	60,5%
HDG	-17,5%	-1,5%	n.a	-26,8%

Nguồn: SSI Research

Bất động sản: Lợi nhuận tăng mạnh nhưng ngày càng tập trung

Ngành bất động sản tiếp tục tăng trưởng lợi nhuận mạnh 232% svck trong Q2/2026. Tuy nhiên, đà tăng ngày càng tập trung ở một số chủ đầu tư lớn, đặc biệt là VHM, trong khi lợi nhuận giữa các doanh nghiệp phân hóa rõ do khác biệt về tiến độ bàn giao dự án và thu nhập bất thường.

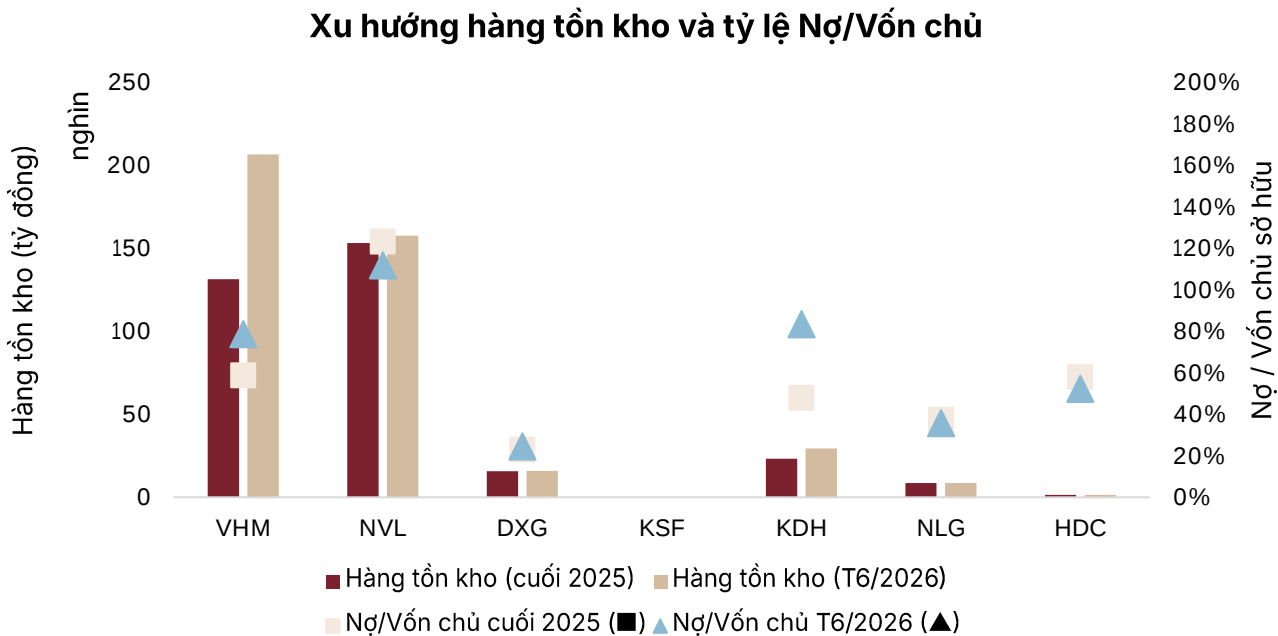
Ở phân khúc nhà ở, VHM tiếp tục là động lực lợi nhuận chính nhờ bàn giao các dự án quy mô lớn, dù tốc độ tăng đã chậm lại so với nền rất cao của Q1/2026. KDH công bố lợi nhuận tăng mạnh chủ yếu nhờ khoản lãi tài chính bất thường từ việc không còn hợp nhất Bình Trưng mới, trong khi lợi nhuận cốt lõi suy giảm đáng kể. NVL cũng trở lại có lãi trong Q2/2026, với lợi nhuận ròng khoảng 912 tỷ đồng, nhưng chủ yếu nhờ thu nhập tài chính từ thoái vốn công ty con thay vì hoạt động bất động sản cốt lõi. Ngược lại, DXG, NLG và HDC ghi nhận kết quả kém tích cực hơn.

Doanh số bán nhà ở tiếp tục phân hóa theo phân khúc và chủ đầu tư. Lãi suất cao vẫn gây áp lực lên nhu cầu, đặc biệt ở phân khúc cao cấp và mang tính đầu cơ, nhưng doanh số bán hàng của các chủ đầu tư lớn vẫn vững. VHM ghi nhận doanh số bán hàng 66,4 nghìn tỷ đồng trong Q2/2026 (+104% svck), trong đó 73% đến từ giao dịch bán buôn. KDH đạt kết quả tích cực với tỷ lệ hấp thụ khoảng 90% đối với 500 căn mở bán tại Gladia Heights, tương đương khoảng 4,0 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng. NLG ghi nhận 3,0 nghìn tỷ đồng doanh số bán hàng (+79% svck), được hỗ trợ bởi tỷ lệ hấp thụ tốt tại các dự án tầm trung như Mizuki Park, EHomeS Cần Thơ và dự án mới Sol Garden.

Tồn kho tăng nhưng tỷ lệ nợ/VCSH chưa tăng quá mạnh. Hầu hết chủ đầu tư bất động sản lớn ghi nhận tồn kho cao hơn do thanh khoản thị trường chậm lại. Tổng nợ tăng 27% trong nửa đầu năm 2026, đưa D/E toàn ngành từ 71% lên 84%, dù tỷ lệ này tại một số doanh nghiệp vẫn tương đối ổn định.

Lợi nhuận nhóm khu công nghiệp cải thiện so với mức suy yếu trên diện rộng trong Q1/2026 nhưng vẫn phân hóa. VGC và IDC quay lại tăng trưởng dương trong Q2/2026, trong khi BCM và KBC giảm mạnh do thiếu doanh thu ghi nhận từ bất động sản nhà ở và bàn giao đất khu công nghiệp thấp. Hoạt động ký MOU gần đây, cùng sự quan tâm từ khách thuê tiềm năng Trung Quốc, cho thấy tín hiệu phục hồi và có thể hỗ trợ hoạt động cho thuê trong các kỳ tới.

	Tăng trưởng doanh thu		Tăng trưởng NPATMI	
	2Q26	1H26	2Q26	1H26
Bất động sản nhà ở				
VHM	177,8%	236,2%	200,8%	372,1%
NVL	-22,1%	37,2%	n.a	n.a
KDH	-84,7%	-74,9%	276,7%	221,3%
DXG	7,3%	29,0%	-34,8%	-29,9%
NLG	-46,3%	-17,9%	-44,4%	-40,6%
DIG	125,3%	78,3%	109,2%	323,9%
HDC	17,7%	91,5%	-25,3%	40,8%
Khu công nghiệp				
VGC	38,2%	27,2%	28,4%	2,6%
BCM	-69,3%	-57,9%	-86,1%	-73,6%
IDC	28,8%	5,6%	104,9%	37,4%
KBC	2,5%	-47,9%	-96,2%	-79,8%



Nguồn: Công ty, SSI Research



Điểm cân bằng mới có thể tạo cơ hội giao dịch trong tháng 8

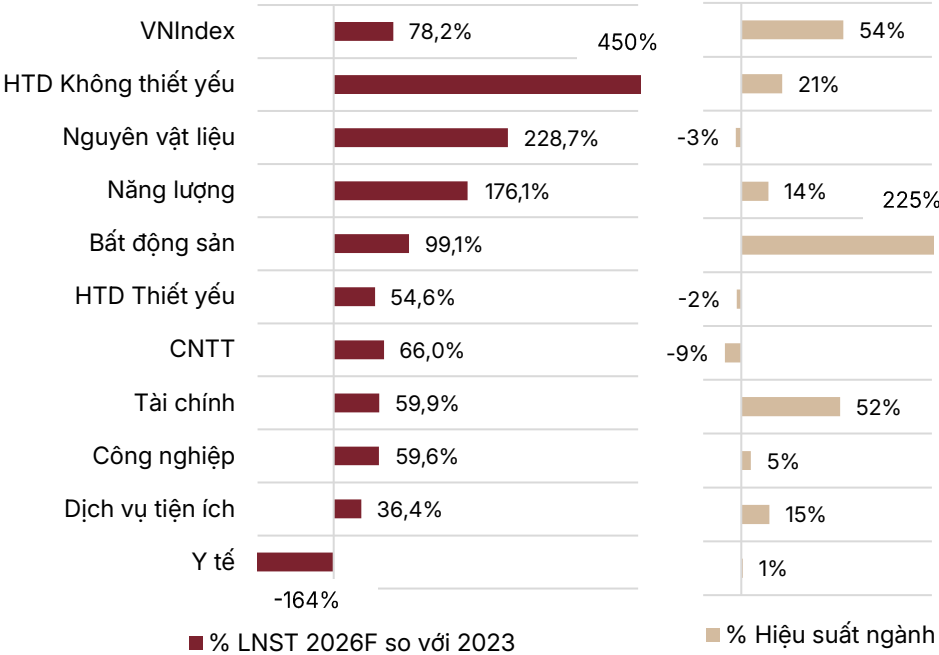
Trong lịch sử, tháng 8 là một trong những giai đoạn thuận lợi nhất của TTCK Việt Nam, với 8/10 năm gần nhất tăng điểm và mức sinh lời bình quân khoảng 5% trong các năm tăng. Ngay cả hai tháng 8 giảm điểm, vào năm 2017 và 2019, mức giảm cũng tương đối khiêm tốn dưới 1%.

Định giá cũng trở nên hấp dẫn hơn. P/E dự phóng năm 2026 ở mức 12,2 lần, hoặc khoảng 9,5 lần nếu loại trừ nhóm cổ phiếu liên quan đến Vingroup, tiệm cận các vùng từng ghi nhận trong những giai đoạn căng thẳng như nhịp bán tháo Covid-19 năm 2020 và đợt điều chỉnh liên quan đến thuế quan năm 2025. Ở cấp độ cổ phiếu, nhiều mã đã quay về vùng giá năm 2023 dù lợi nhuận cùng kỳ đã tăng gấp hai đến bốn lần.

Áp lực bán liên quan đến margin cũng có thể giảm dần. Dư nợ margin tăng 26,7 nghìn tỷ đồng, tương đương 6% so với quý trước, trong Q2/2026, khiến thị trường nhạy cảm hơn trong nhịp điều chỉnh mạnh tháng 7. Khi một phần đòn bẩy nhiều khả năng đã được giải tỏa trong đợt bán tháo, áp lực bán bắt buộc có thể hạ nhiệt trong một đến hai tháng tới, tạo bối cảnh tích cực hơn cho diễn biến ngắn hạn.

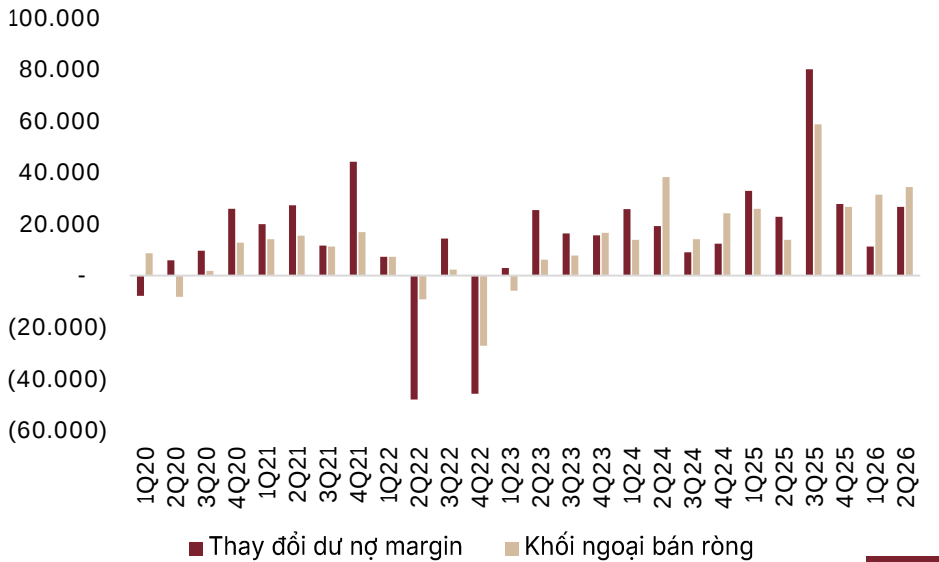
Do đó, chúng tôi cho rằng cơ hội giao dịch có thể xuất hiện trong tháng 8. Tuy nhiên, thị trường chưa cho thấy tín hiệu thay đổi xu thế trong trung hạn, do áp lực lãi suất nhiều khả năng kéo dài trong nửa cuối năm 2026 trước nhu cầu tín dụng cao và các mục tiêu tăng trưởng tham vọng của Chính phủ.

Hiệu suất theo ngành

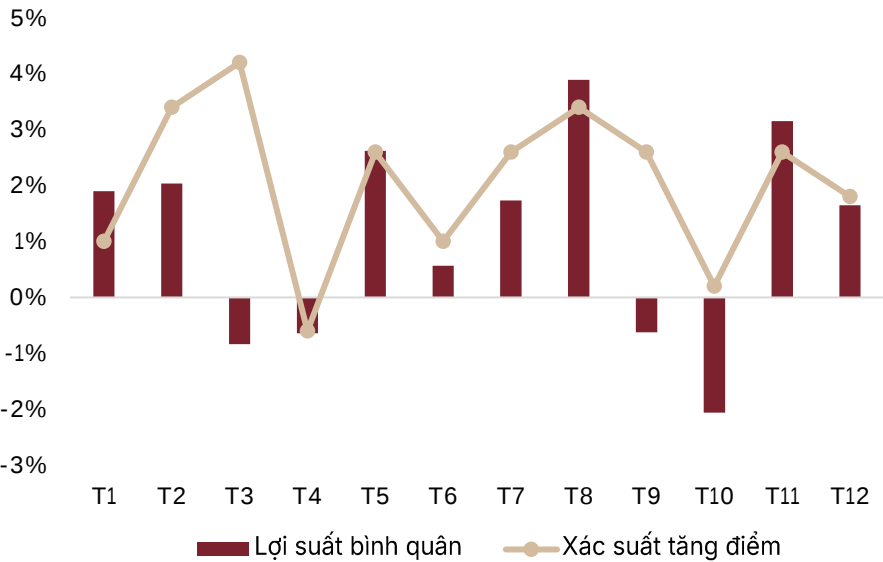


Nguồn: Bloomberg, SSI Research

Thay đổi dư nợ margin so với khối ngoại bán ròng (tỷ đồng)



Lợi suất bình quân và xác suất tăng điểm theo tháng trong 10 năm qua



PE dự phóng 10 năm VNIndex (trừ nhóm Vingroup)





Chuẩn bị cho làn sóng vốn toàn cầu tiếp theo

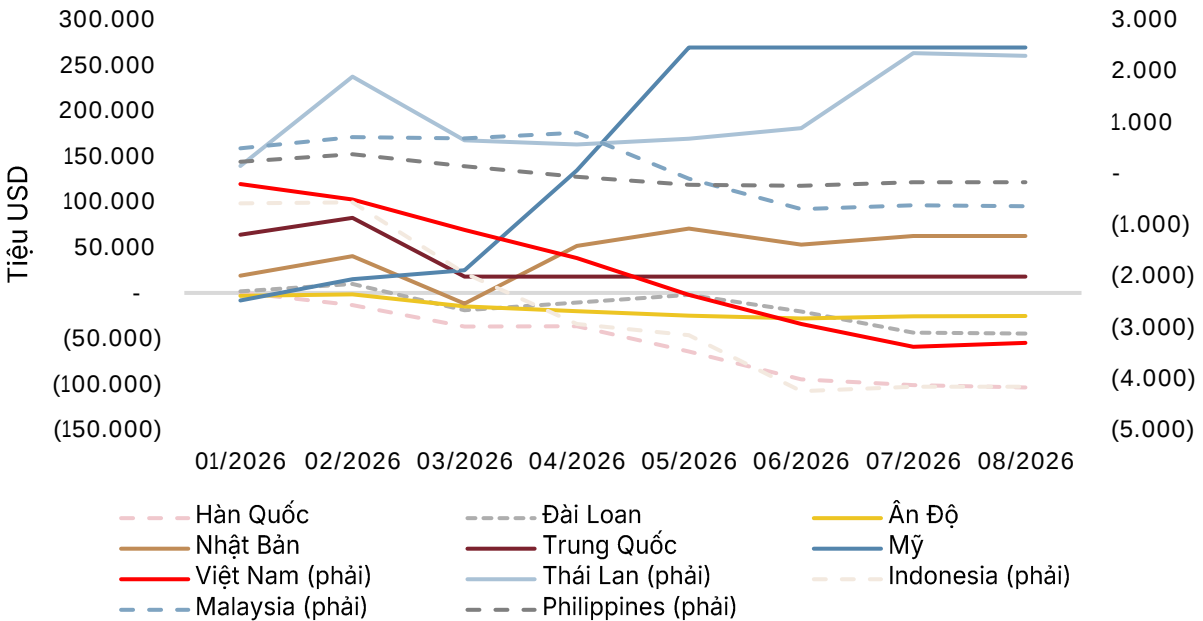
Chúng tôi kỳ vọng áp lực bán ròng của khối ngoại sẽ tiếp tục hạ nhiệt trong tháng 8, được hỗ trợ bởi việc đón đầu dòng vốn thụ động đợt đầu tiên dự kiến đổ vào tháng 9 sau khi FTSE Russell nâng hạng Việt Nam lên thị trường Mới nổi.

Việt Nam cũng có thể hưởng lợi từ quá trình tái phân bổ rộng hơn của dòng vốn toàn cầu. Sau giai đoạn tăng mạnh trong nửa đầu năm nhờ các chủ đề AI và bán dẫn, một số thị trường khu vực đã chịu áp lực chốt lời rõ hơn và giao dịch ở mức định giá kém hấp dẫn hơn. Ngược lại, Việt Nam kết hợp được tăng trưởng lợi nhuận bền bỉ, định giá hấp dẫn hơn và tỷ trọng sở hữu nước ngoài tương đối thấp, qua đó tạo nền tảng thuận lợi để thu hút thêm dòng vốn.

LỘ TRÌNH				Toàn bộ quá trình (100%)		Đợt 1 (10%)	T9/2026	Đợt 2 (20%)	T3/2027	Đợt 3 (35%)	T6/2027	Đợt 4 (35%)	T9/2027
STT	Mã CK	Vốn hóa 30/6/26	Vốn hóa free float 30/6/26	Dòng vốn vào (triệu USD)	Số ngày GD ước tính	Dòng vốn vào (triệu USD)	Số ngày GD ước tính	Dòng vốn vào (triệu USD)	Số ngày GD ước tính	Dòng vốn vào (triệu USD)	Số ngày GD ước tính	Dòng vốn vào (triệu USD)	Số ngày GD ước tính
Tổng				1.450,4		145,0		290,1		507,6		507,6	
1	VIC	64.437	17.656	474,8	15,2	47,5	1,5	95,0	3,0	166,2	5,3	166,2	5,3
2	VHM	23.698	6.278	168,9	6,1	16,9	0,6	33,8	1,2	59,1	2,1	59,1	2,1
3	HPG	6.797	3.664	92,4	4,2	9,2	0,4	18,5	0,8	32,3	1,5	32,3	1,5
*	VPB	8.142	2.443	61,6	4,3	6,2	0,4	12,3	0,9	21,6	1,5	21,6	1,5
5	FPT	4.545	2.227	59,5	2,8	6,0	0,3	11,9	0,6	20,8	1,0	20,8	1,0
6	MSN	3.962	2.040	50,4	4,1	5,0	0,4	10,1	0,8	17,6	1,4	17,6	1,4
7	VCB	19.754	2.001	51,0	4,7	5,1	0,5	10,2	0,9	17,8	1,6	17,8	1,6
8	SSI	2.535	1.684	43,3	2,1	4,3	0,2	8,7	0,4	15,2	0,7	15,2	0,7
9	STB	5.288	1.586	42,0	3,7	4,2	0,4	8,4	0,7	14,7	1,3	14,7	1,3
10	VNM	4.353	1.567	45,4	4,3	4,5	0,4	9,1	0,9	15,9	1,5	15,9	1,5
11	VIX	1.574	1.547	34,7	1,4	3,5	0,1	6,9	0,3	12,2	0,5	12,2	0,5
*	HDB	4.918	1.328	36,4	3,1	3,6	0,3	7,3	0,6	12,7	1,1	12,7	1,1
*	MCH	6.593	1.230	36,4	18,9	3,6	1,9	7,3	3,8	12,7	6,6	12,7	6,6
14	VJC	3.137	1.017	29,5	5,8	3,0	0,6	5,9	1,2	10,3	2,0	10,3	2,0
15	VRE	2.461	976	23,4	4,0	2,3	0,4	4,7	0,8	8,2	1,4	8,2	1,4
*	VPL	6.121	869	21,0	9,9	2,1	1,0	4,2	2,0	7,3	3,5	7,3	3,5
17	GEX	1.564	782	16,4	1,2	1,6	0,1	3,3	0,2	5,7	0,4	5,7	0,4
18	VCI	1.062	774	17,5	2,2	1,8	0,2	3,5	0,4	6,1	0,8	6,1	0,8
19	VND	1.024	729	18,3	1,9	1,8	0,2	3,7	0,4	6,4	0,7	6,4	0,7
20	SHB	2.366	710	16,5	0,7	1,7	0,1	3,3	0,1	5,8	0,2	5,8	0,2
*	VCK	3.063	697	19,0	5,7	1,9	0,6	3,8	1,1	6,7	2,0	6,7	2,0
*	TCX	4.681	669	14,8	5,4	1,5	0,5	3,0	1,1	5,2	1,9	5,2	1,9
*	SSB	2.111	633	16,0	12,4	1,6	1,2	3,2	2,5	5,6	4,3	5,6	4,3
24	BID	11.732	618	15,3	2,6	1,5	0,3	3,1	0,5	5,4	0,9	5,4	0,9
*	MSB	1.921	576	15,3	3,5	1,5	0,4	3,1	0,7	5,4	1,2	5,4	1,2
26	NVL	1.053	555	16,6	2,0	1,7	0,2	3,3	0,4	5,8	0,7	5,8	0,7
*	HCM	1.116	548	13,7	2,4	1,4	0,2	2,7	0,5	4,8	0,9	4,8	0,9

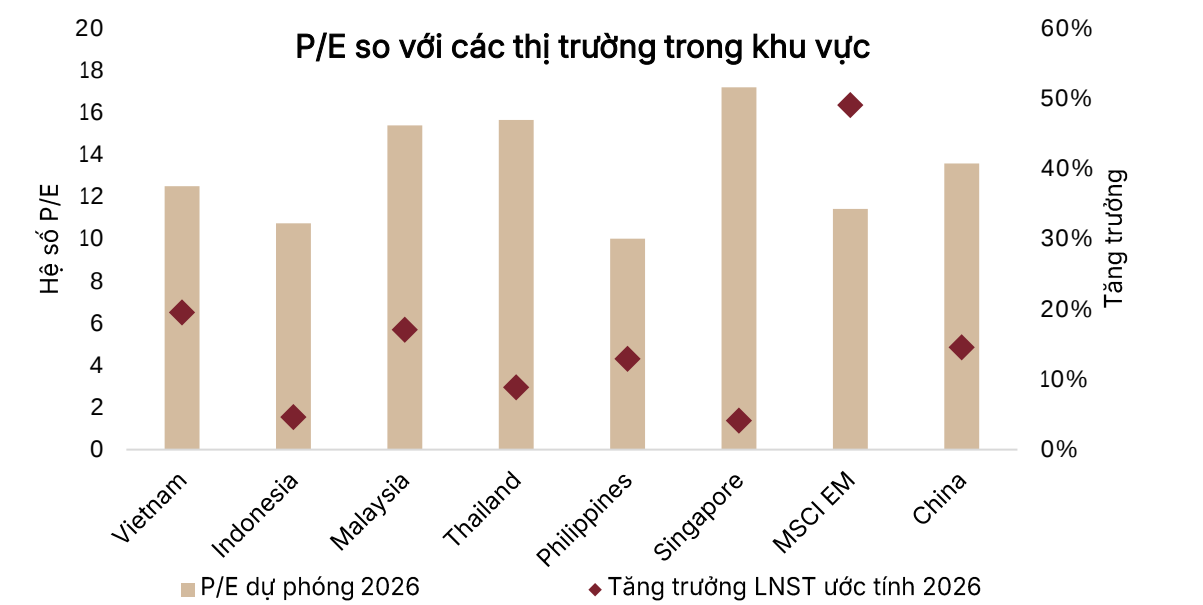
Nguồn: SSI Research, dữ liệu đến ngày 05/08/2026. Ghi chú: So với danh sách dự kiến của FTSE công bố tháng 4/2026, các cổ phiếu mới được thêm vào được đánh dấu (*), trong khi các cổ phiếu không còn ở trong danh sách bao gồm KBC, KDH, DGC, BSR, và GEE.

Dòng vốn vào ròng các thị trường từ đầu năm

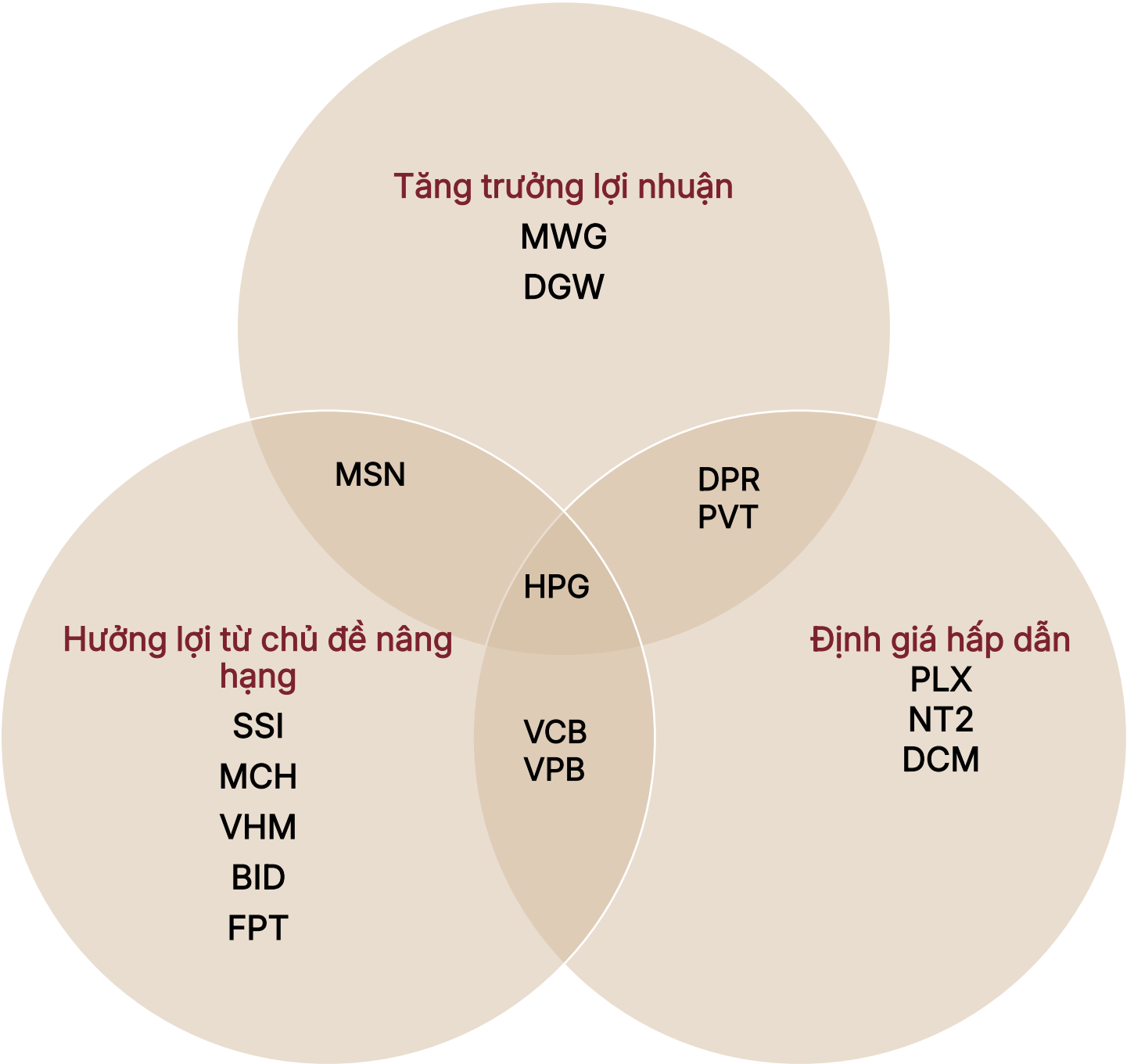


Nguồn: Bloomberg.
Ghi chú: Trung Quốc: dữ liệu đến tháng 3/2026, Mỹ: dữ liệu đến tháng 5/2026

P/E so với các thị trường trong khu vực



Nguồn: Bloomberg



CP	Luận điểm	Giá mục tiêu (VND)	Tăng giá (%)	P/E			P/B			Tăng trưởng NPATMI		
				2024	2025	2026F	2024	2025	2026F	2024	2025	2026F
HPG	Tăng trưởng lợi nhuận năm 2026 dự kiến đạt gần 70% svck, được dẫn dắt bởi Dung Quất 2, khả năng mở rộng các biện pháp chống bán phá giá đối với HRC và nhu cầu xây dựng cao ở cả hạ tầng lẫn nhà ở.	32.700	48,6%	15,2	13,1	7,0	1,5	1,6	1,2	75,9%	28,5%	67,6%
MSN	Quá trình chính thức hóa khu vực kinh tế phi chính thức có thể hỗ trợ chuỗi bán lẻ WinMart; giá vonfram duy trì ở mức cao cũng có thể đóng góp tích cực vào lợi nhuận mảng khai khoáng.	101.000	50,3%	52	28,4	16,6	3,3	3,1	2,6	377,5%	105,5%	105,2%
VCB	Tăng trưởng lợi nhuận tăng tốc trong năm 2026 từ nền thấp 4,5% của năm 2025. Chất lượng tài sản tiếp tục dẫn đầu ngành, với tỷ lệ nợ xấu 0,58% và tỷ lệ bao phủ nợ xấu cao nhất ngành ở mức 259%.	81.700	37,8%	16,4	13,7	14,3	2,6	2,1	1,9	2,4%	4,0%	15,5%
FPT	Tăng trưởng NPATMI 15% svck được dẫn dắt bởi mảng công nghệ, chủ yếu nhờ mở rộng tại thị trường nước ngoài và nhu cầu trong nước tăng từ khu vực công và doanh nghiệp nhà nước, đặc biệt trong chuyển đổi số và các dự án liên quan đến AI.	87.000	23,8%	31,0	18,4	11,8	7,5	4,5	2,8	21,5%	19,3%	15,0%
PVT	Giá thuê tàu định hạn và giao ngay duy trì ở mức cao nhờ căng thẳng Trung Đông, trong khi mức độ ảnh hưởng trực tiếp của PVT với khu vực này thấp. Việc mở rộng đội tàu từng bước cùng tỷ lệ sử dụng cao giúp doanh nghiệp duy trì khả năng chống chịu và hưởng lợi từ thị trường vận tải thất chặt. Do đội tàu thuộc sở hữu Việt Nam, rủi ro khi di chuyển qua khu vực Eo biển Hormuz về mặt lý thuyết cũng thấp hơn.	26.200	43,2%	9,6	12,5	5,3	1,3	1,5	0,8	12,4%	-5,1%	70,7%
GVR	Câu chuyện chuyển đổi đất cao su sang khu công nghiệp bắt đầu chuyển hóa thành lợi nhuận, với thu nhập đền bù từ đất cao su đạt 817 tỷ đồng trong 1H2026 (+8,7 lần svck). Chúng tôi dự báo thu nhập đền bù tăng lên 3,2 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, trong khi giá cao su cao (+26% svck) hỗ trợ biên lợi nhuận hoạt động của mảng cao su ở mức 28%.	36.200	28,6%	26,1	21,9	13,1	2,2	1,8	1,6	52,1%	33,3%	45,9%
TCB	LNTT Q2/2026 tăng 22,4% svck (+9% so với quý trước), được dẫn dắt bởi thu nhập lãi thuần tăng 18% svck và thu nhập ròng ngoài lãi tăng 74% svck nhờ hoạt động tư vấn, bảo lãnh trái phiếu mạnh. Chất lượng tài sản ổn định, với tỷ lệ bao phủ nợ xấu 125,6%. Hệ sinh thái phí đa dạng của TCB có thể giúp bù đắp áp lực NIM do lãi suất, trong khi tăng trưởng tín dụng được hỗ trợ bởi việc tham gia các dự án trọng điểm quốc gia.	38.500	29,8%	8,1	9,6	7,1	1,2	1,5	1,1	19,5%	17,5%	18,9%
PLX	Chúng tôi dự báo NPATMI năm 2026 tăng 21% svck, được hỗ trợ bởi quá trình phục hồi của mảng xăng dầu sau khoản lỗ trong Q1/2026 và đóng góp tăng trưởng từ các mảng khác như hóa dầu và nhiên liệu bay.	43.200	26,1%	16,5	16,8	13,7	1,8	1,7	1,6	2,0%	-7,4%	20,5%
MWG	Mảng sản phẩm công nghệ điện thoại và điện máy hưởng lợi từ nhu cầu nâng cấp, thay thế sản phẩm, trong khi mảng bách hóa được hỗ trợ bởi việc siết quản lý thuế đối với kênh bán lẻ truyền thống.	107.000	48,2%	24,0	18,6	9,8	3,2	4,0	2,6	2119,8%	89,0%	54,2%

CAM KẾT PHÂN TÍCH

Chuyên viên phân tích trong báo cáo này cam kết rằng (1) quan điểm thể hiện trong báo cáo phân tích này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân đối với chứng khoán và/hoặc tổ chức phát hành và (2) chuyên viên phân tích đã/ đang/sẽ được miễn trách nhiệm bồi thường trực tiếp hoặc gián tiếp liên quan đến khuyến nghị cụ thể hoặc quan điểm trong báo cáo phân tích này.

KHUYẾN NGHỊ

Mua: Ước tính tiềm năng tăng giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Khả quan: Ước tính tiềm năng tăng giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trung lập: Ước tính tiềm năng tăng giá tương đương so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Kém khả quan: Ước tính tiềm năng giảm giá dưới 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Bán: Ước tính tiềm năng giảm giá lớn hơn hoặc bằng 10 điểm phần trăm so với mức tăng chung của thị trường trong 12 tháng tới.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Các thông tin, tuyên bố, dự báo và dự đoán trong báo cáo này, bao gồm cả các ý kiến đã thể hiện, được dựa trên các nguồn thông tin mà SSI cho là đáng tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các thông tin này. Báo cáo không có bất kỳ thông tin nhạy cảm về giá chưa công bố nào. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này được đưa ra sau khi đã được xem xét kỹ càng và cẩn thận và dựa trên thông tin tốt nhất chúng tôi được biết, và theo ý kiến cá nhân của chúng tôi là hợp lý trong các trường hợp tại thời điểm đưa ra báo cáo. Các ý kiến thể hiện trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần thông báo. Báo cáo này không và không nên được giải thích như một lời đề nghị hay lời kéo để đề nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán nào. SSI và các công ty con và/ hoặc các chuyên viên, giám đốc, nhân viên của SSI và công ty con có thể có vị thế hoặc có thể ảnh hưởng đến giao dịch chứng khoán của các công ty được đề cập trong báo cáo này và có thể cung cấp dịch vụ hoặc tìm kiếm để cung cấp dịch vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty đó. Báo cáo này không được sử dụng dưới bất kỳ mục đích thương mại nào, và không được công bố công khai trên báo chí hay bất kỳ phương tiện nào khác nếu không được sự đồng ý của SSI. Người dùng có thể trích dẫn hoặc trình chiếu báo cáo cho các mục đích phi thương mại. SSI có thể có thỏa thuận cho phép sử dụng cho mục đích thương mại hoặc phân phối lại báo cáo với điều kiện người dùng trả phí cho SSI. SSI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại trực tiếp hay thiệt hại do hậu quả phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hay nội dung báo cáo này. Việc sử dụng bất kỳ thông tin, tuyên bố, dự báo, và dự đoán nào trong báo cáo này sẽ do người dùng tự quyết định và tự chịu rủi ro.



Thông tin liên hệ

Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

Phạm Lưu Hưng

Giám đốc Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

hungpl@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Chiến lược thị trường

Đào Minh Châu, CFA

Phó Giám đốc Trung tâm Phân tích và Tư vấn Đầu tư

chaudm@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688

Phân tích cổ phiếu

Nguyễn Thu Hà, CFA

Giám đốc Phân tích cổ phiếu

hant4@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Anh Thư

Chuyên viên hỗ trợ

thunta2@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321