

## Chênh lệch tín dụng-tiền gửi: nghiên cứu từ dữ liệu lịch sử

**Phạm Vũ Thăng Long**  
 Giám Đốc Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô  
 long.pvthang@hsc.com.vn  
 +84 24 3933 4693 Ext. 4805

- Tính đến tháng 3/2026, chênh lệch tín dụng-tiền gửi đã mở rộng lên mức kỷ lục (14% tổng dư nợ tín dụng), trong đó tốc độ tăng trưởng tín dụng (tăng 18,2% so với cùng kỳ) tiếp tục vượt xa tốc độ tăng trưởng tiền gửi.
- Theo dữ liệu trong quá khứ (2012-2013), chênh lệch này đã thu hẹp khi tiền gửi tăng tốc nhanh hơn tăng trưởng tín dụng, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi và lãi suất điều hành ở mức cao.
- Mặc dù lãi suất tiền gửi gần đây đã có xu hướng tăng, lạm phát đã tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2020, tạo sức ép lên lãi suất thực. Lạm phát cũng đã cao hơn lãi suất điều hành trong 3 tháng liên tiếp, trong khi lãi suất LNH cũng thường xuyên duy trì ở mức cao hơn lãi suất điều hành trong thời gian dài kỷ lục. Tất cả những điều này tạo áp lực lên dự địa chính sách tiền tệ để khôi phục sự cân bằng giữa tăng trưởng tín dụng và duy động vốn của các ngân hàng thương mại.

### Thu hẹp chênh lệch tín dụng-tiền gửi: Bài học từ các chu kỳ trước

Theo số liệu mới nhất được NHNN công bố tính đến tháng 3/2026, dư nợ của nền kinh tế đạt **19,2 triệu tỷ đồng**, trong khi tổng tiền gửi của các tổ chức kinh tế và dân cư đạt 16,6 triệu tỷ đồng. Theo đó, chênh lệch giữa dư nợ và tiền gửi đã mở rộng lên mức cao kỷ lục, cả về giá trị tuyệt đối (2,6 triệu tỷ đồng) và tương đối (14% tổng dư nợ) (Biểu đồ 1).

Điều này đặt ra một câu hỏi quan trọng: Điều kiện nào có thể đảo ngược xu hướng này? Để trả lời câu hỏi này, chúng tôi nhìn lại các giai đoạn có điều kiện tiền tệ tương tự, đặc biệt là giai đoạn từ đầu năm 2012 đến đầu năm 2013. Trong giai đoạn đó, tăng trưởng tiền gửi tăng mạnh, đạt 28,7% so với cùng kỳ vào tháng 4/2013, trong khi tăng trưởng tín dụng thấp hơn đáng kể, chỉ ở mức 11,5% so với cùng kỳ (Biểu đồ 2). Từ đó, chênh lệch tín dụng-tiền gửi đã thu hẹp nhanh chóng, giảm từ 11% vào tháng 4/2012 xuống 0% vào tháng 1/2013 (Biểu đồ 1).

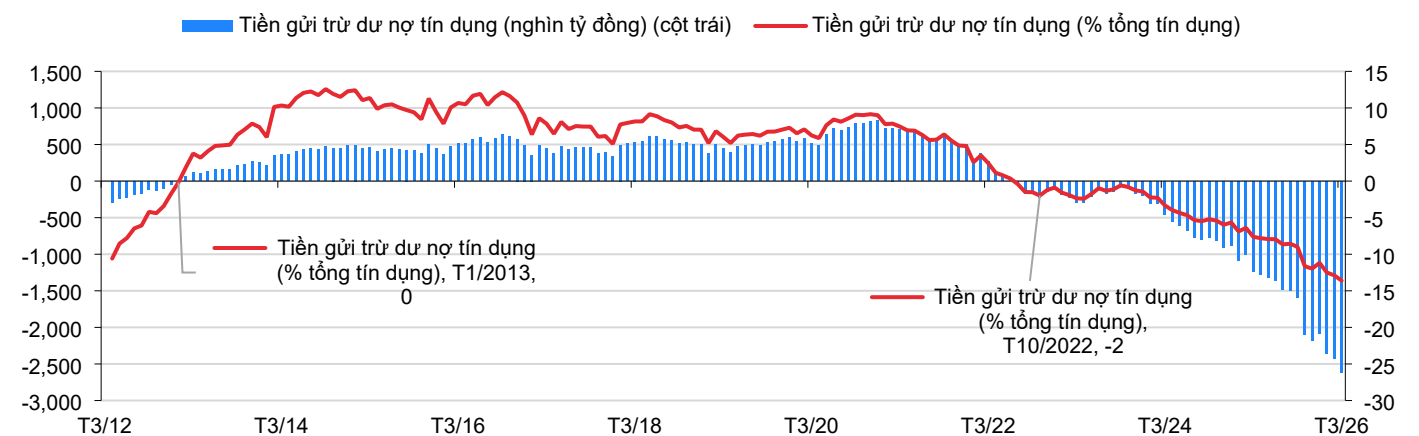
Điều kiện thị trường hiện tại có sự khác biệt. Tính đến tháng 3, tăng trưởng tín dụng vẫn ở mức 18,2% so với cùng kỳ, nhanh hơn đáng kể so với tăng trưởng tiền gửi. Trong giai đoạn 2012-2013, lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm và lãi suất điều hành đều cao hơn đáng kể (đều ở mức khoảng 10%) so với lần lượt 5,9% và 4,5% hiện tại (Hình 3).

Dữ liệu cũng cho thấy lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm thường theo sát lãi suất điều hành, tuy nhiên lãi suất tiền gửi đã tăng lên gần đây cho thấy sự dịch chuyển trước chu kỳ chính sách. Mặc dù vậy, điều này vẫn chưa giúp tiền gửi tăng trưởng vượt so với tín dụng, một điều kiện cần thiết (trong quá khứ) để thu hẹp chênh lệch tín dụng-tiền gửi.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/6.*

#### Biểu đồ 1: Chênh lệch dư nợ tín dụng và tiền gửi

Chênh lệch giữa tín dụng và tiền gửi tiếp tục nói rộng lên mức cao kỷ lục

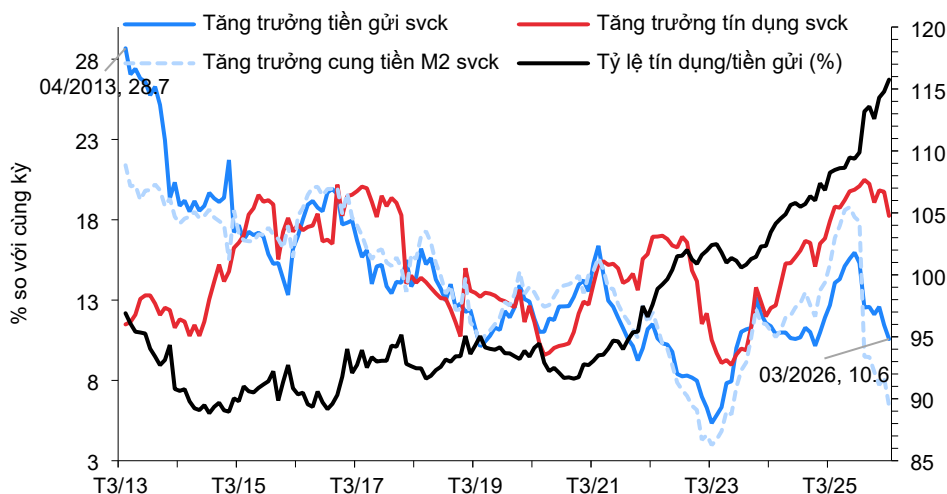


Nguồn: NHNN, HSC

Một yếu tố khác là lạm phát. Lạm phát hiện đã tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2020 và cũng ở gần mức lạm phát năm 2012, trong khi lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm hiện tại (5,9%) vẫn thấp hơn mức lãi suất đầu năm 2020 (6,8%) và thấp hơn đáng kể so với mức khoảng 10% vào năm 2012. Lãi suất tiền gửi kỳ hạn một năm thường duy trì ở mức cao hơn lạm phát trong 15 năm qua, giúp duy trì lợi nhuận thực dương đối với gửi tiết kiệm. Do lạm phát hiện đang tiến sát lãi suất tiền gửi, áp lực tăng đối với lãi suất tiền gửi ngày càng lớn (Biểu đồ 4).

**Biểu đồ 2: Tỷ lệ dư nợ tín dụng/tiền gửi; Tăng trưởng tiền gửi, tín dụng và cung tiền M2**

Tỷ lệ tín dụng/tiền gửi tăng trong bối cảnh tăng trưởng cung tiền M2 và tăng trưởng tiền gửi chậm lại

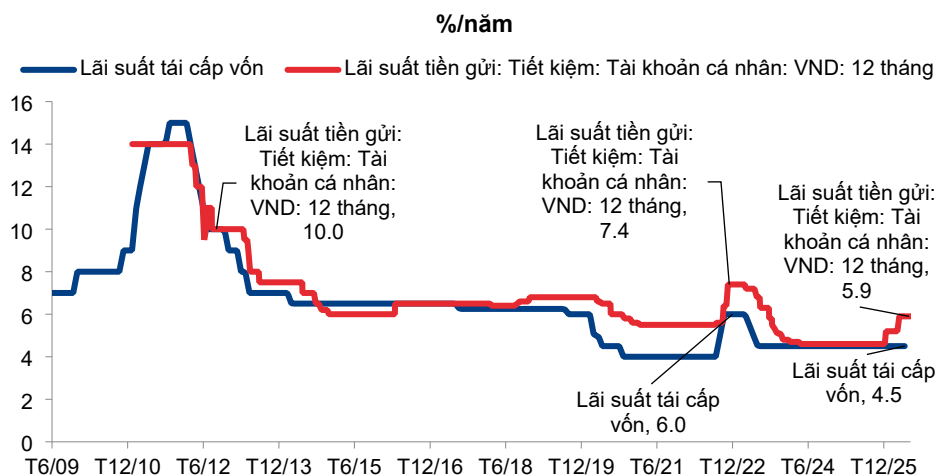


Nguồn: NHNN, HSC

Lãi suất điều hành (kèm theo các nghiệp vụ cụ thể) từ 2012 đến gần đây thường là một công cụ hiệu quả để kiểm soát lạm phát. Tuy nhiên, lần đầu tiên trong 15 năm, lạm phát đã duy trì ở mức cao hơn lãi suất điều hành trong 3 tháng liên tiếp, cho thấy áp lực lên dự địa chính sách (Biểu đồ 5).

**Biểu đồ 3: Lãi suất tiền gửi & lãi suất điều hành**

Mặc dù lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm nhìn chung diễn biến cùng chiều với lãi suất điều hành, việc lãi suất tiền gửi gần đây đã tăng trở lại cho thấy thị trường đang đi trước chu kỳ chính sách



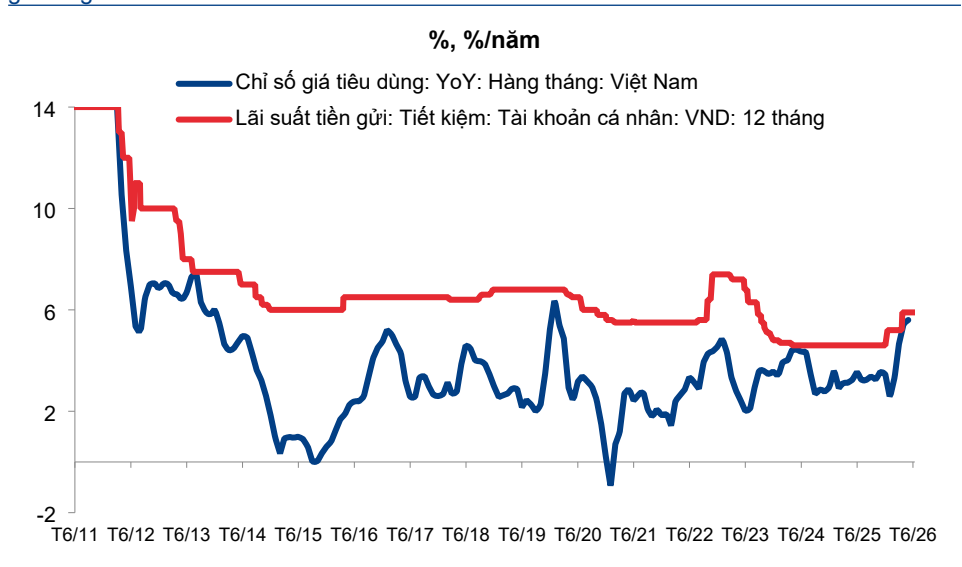
Ghi chú: Lãi suất tiền gửi tại VCB  
 Nguồn: CEIC, NHNN, VCB và HSC

Lãi suất điều hành kèm theo các công cụ CSTT để điều tiết thanh khoản hướng tới mục tiêu để cho lãi suất LNH biến động trong hành lang lãi suất. Tuy nhiên, lãi suất

cho vay qua đêm LNH thường xuyên duy trì ở mức cao hơn lãi suất điều hành trong hơn một năm qua, đây là khoảng thời gian dài nhất được ghi nhận, và đã tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2008, cũng cho thấy áp lực lên các công cụ CSTT (Biểu đồ 6).

**Biểu đồ 4: Lãi suất tiền gửi & tỷ lệ lạm phát**

Trong 15 năm qua, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm thường duy trì trên mức lạm phát. Tuy nhiên, khi lạm phát hiện đang tiệm cận lãi suất tiền gửi, áp lực lên lãi suất thực đang dần gia tăng



Một sự so sánh gần đây hơn trong giai đoạn sau sự kiện Vạn Thịnh Phát vào tháng 10/2022. Tại thời điểm đó, chênh lệch tương tự giữa tăng trưởng tín dụng và tiền gửi đã xuất hiện. Tuy nhiên, sau khi NHNN nâng lãi suất điều hành lên 6% vào tháng 10/2022, lãi suất tiền gửi kỳ hạn 1 năm đã tăng lên 7,4% vào tháng 11 và chênh lệch tín dụng-tiền gửi bắt đầu thu hẹp trước khi mở rộng trở lại sau đó. Sự đảo chiều này trùng khớp với 3 đợt cắt giảm lãi suất tái cấp vốn liên tiếp của NHNN vào tháng 4, tháng 5 và tháng 6/2023, đưa lãi suất điều hành giảm xuống 4,5%, mức hiện đang được duy trì.

**Biểu đồ 5: Tỷ lệ lạm phát & lãi suất chính sách**

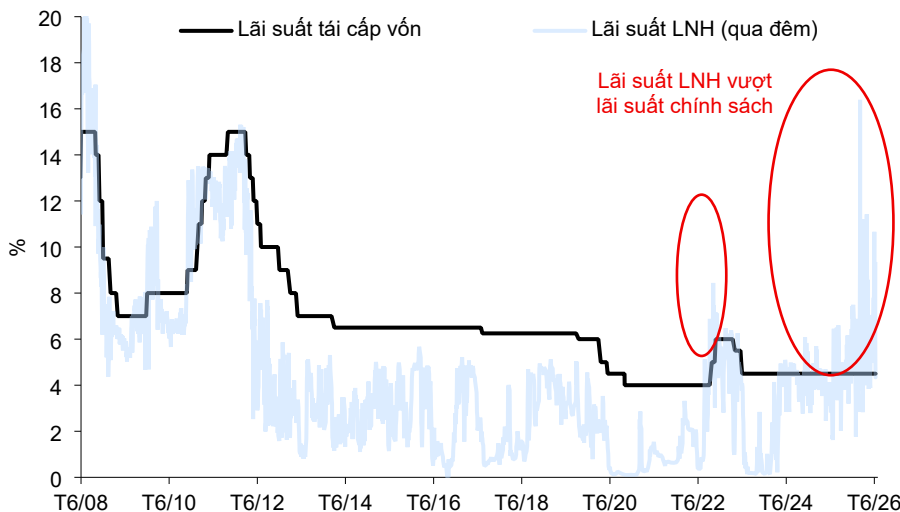
Lần đầu tiên trong 15 năm, lạm phát duy trì trên mức lãi suất điều hành trong ba tháng liên tiếp, cho thấy áp lực lên dư địa chính sách



Cuối cùng, bằng chứng quá khứ cho thấy lãi suất tiền gửi tăng lên thường có xu hướng với tăng trưởng tiền gửi tốt hơn đồng thời tăng trưởng tín dụng chậm hơn, từ đó giúp đảo ngược chênh lệch tín dụng-tiền gửi. Điều này đã được quan sát rõ ràng trong giai đoạn 2010-2013 (Biểu đồ 7).

**Biểu đồ 6: Lãi suất liên ngân hàng & lãi suất điều hành**

Lãi suất liên ngân hàng qua đêm thường xuyên duy trì trên mức lãi suất chính sách trong hơn một năm - khoảng thời gian dài nhất từng được ghi nhận - và đã tăng lên mức cao nhất kể từ năm 2008, cho thấy áp lực lên các công cụ CSTT



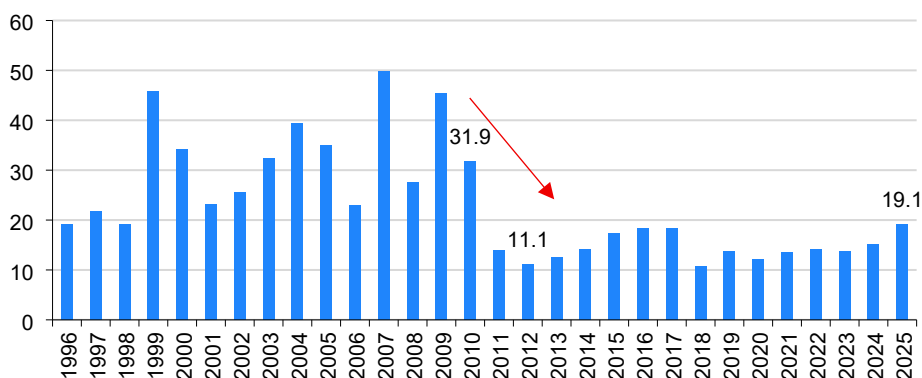
Nguồn: CEIC, NHNN, HSC

Nhìn chung, sự kết hợp giữa lạm phát cao, lãi suất thường ở mức cao trên thị trường liên ngân hàng và chênh lệch tín dụng-tiền gửi ở mức cao kỷ lục vẫn tạo áp lực đối với dư địa cho chính sách tiền tệ.

**Biểu đồ 7: Tăng trưởng tín dụng hàng năm của Việt Nam**

Lãi suất huy động tăng thường hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi, đồng thời làm giảm tăng trưởng tín dụng

**Tăng trưởng tín dụng của Việt Nam (%)**



Nguồn: NHNN, HSC

**Bảng 8: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC**

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
<b>Tỷ giá</b>									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500	27,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,761	4,060	4,167	4,212
<b>GDP và việc làm</b>									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	2.87	2.55	8.54	4.98	7.04	8.02	7.60	8.00	8.00
GDP (tỷ USD)	346	370	411	433	476	514	540	572	616
GDP bình quân đầu người (USD)	3,558	3,757	4,132	4,316	4,702	5,026	5,235	5,491	5,861
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	4.35	-2.20	0.34	5.96	6.41	6.38	-0.93	0.35	0.49
Nợ công/GDP (%)	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.8	37.6	39.3	40.9
Nợ Chính phủ/GDP (%)	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.2	34.4	36.4	38.2
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.7	2.5	3.1	2.9	2.8	3.6	4.3	5.1	5.2
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	115	124	125	133	136	145	150	154	158
FDI giải ngân / FDI (%)	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.6	5.6	5.6
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.22	2.60	2.50	2.50
<b>Giá cả</b>									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	4.7	4.2	4.1
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	5.1	4.5	4.3
<b>Tiền tệ và lãi suất</b>									
Lãi suất điều hành (%)	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	19.0	14.0	13.5	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	23,482	26,418	29,588
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	13.0	12.5	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	95	107	85	90	81	83	78	85	95
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	5.2	5.9	6.0	6.0
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.3	4.2	4.3	4.4
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5	4.6
<b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	2.2	5.2	7.1
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	15.1	-8.1	1.4	25.8	30.5	32.8	-5.0	2.0	3.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	263	333	360	326	381	455	540	594	679
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	18.7	10.0	14.3
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	283	336	372	355	406	475	542	599	686
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	14.2	10.5	14.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	129	140	149	142	155	169	177	188	203
Nợ nước ngoài/GDP (%)	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8	33.0
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	30.0	31.9	34.5
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	40.8	45.0	48.0
<b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	53.8	50.0	51.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	10.1	9.0	8.0	9.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	10.9	10.0	9.0	10.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	10.0	9.5	10.0
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	9.2	12.0	13.0	13.0

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.  
 $Lạm\ phát\ trung\ bình\ 12\ tháng\ tại\ thời\ điểm\ t_0 = [(1 + \text{lạm\ phát\ y/y\ tại\ thời\ điểm\ } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm\ phát\ y/y\ tại\ thời\ điểm\ } t_0)]^{(1/12)} - 1$   
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)