

## Tác động của chính sách thuế quan: Gián tiếp, tiêu cực ở mức độ vừa phải

**Phạm Liên Hà, CFA**  
Giám đốc, Ngành Dịch Vụ Tài Chính  
ha.plien@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

- Tác động tổng thể của các mức thuế do ông Trump đề xuất lên các ngân hàng Việt Nam là gián tiếp nhưng tiêu cực ở mức độ vừa phải. Trong ngắn hạn, mối quan ngại chính nằm ở áp lực lên doanh thu do nhu cầu tín dụng yếu hơn, khả năng NIM bị thu hẹp, và thu nhập từ ngoại hối cũng như tài trợ thương mại giảm sút. Chúng tôi đánh giá suy giảm chất lượng tài sản là rủi ro có tính trung dài hạn.
- Trong kịch bản tiêu cực nhất tương ứng với mức thuế suất đối ứng 46%, cao hơn đáng kể so với kì vọng, HSC ước tính tăng trưởng LNTT sẽ chỉ đạt 6%, thấp hơn 10 điểm phần trăm so với dự báo năm 2025 hiện tại (16,8%).
- Những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu hiện nay của chúng tôi là ACB và CTG, đều khuyến nghị Mua vào.

### Tác động lên tổng thu nhập hoạt động lớn hơn so với chất lượng tài sản trong ngắn hạn

Mặc dù không ảnh hưởng trực tiếp bởi chính sách thuế đối ứng, phân tích sơ bộ của chúng tôi cho thấy những rủi ro tiềm ẩn đối với kết quả kinh doanh của ngành Ngân hàng do nguy cơ tăng trưởng kinh tế giảm tốc có thể tác động tiêu cực tới nhu cầu tín dụng & tài trợ thương mại, tỷ lệ NIM và thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối. Ngược lại, chất lượng tài sản và chi phí tín dụng có thể sẽ chịu ảnh hưởng nhẹ hơn trong ngắn hạn khi xét đến khả năng NHNN hỗ trợ và áp dụng tái cấu trúc đối với các khách hàng chịu ảnh hưởng lớn nhất.

### Phân tích kịch bản: Rủi ro giảm 5-10 điểm phần trăm cho tăng trưởng LNTT năm 2025

**Kịch bản 1 – thuế suất 10%:** Không ảnh hưởng tới tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM, tăng trưởng thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối & tài trợ thương mại giảm.

**Kịch bản 2 – thuế suất 20-25%:** Tăng trưởng tín dụng giảm 2 điểm phần trăm, tỷ lệ NIM giảm 5 điểm cơ bản so với cùng kỳ, thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối & tài trợ thương mại không tăng trưởng.

**Kịch bản 3 – thuế suất 46%:** Tăng trưởng tín dụng giảm 4 điểm phần trăm, tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản cùng kỳ, thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối giảm 10% & thu nhập tài trợ thương mại giảm 20% so với cùng kỳ.

Những kịch bản này cho thấy rủi ro giảm tiềm ẩn khoảng 5,2-10,5 điểm phần trăm đối với dự báo tăng trưởng LNTT năm 2025 của chúng tôi (16,8%). Các NHTM chịu ảnh hưởng nhẹ hơn bao gồm ACB, LPB, STB, TCB trong khi các NHTM chịu ảnh hưởng lớn hơn bao gồm HDB, MSB và VCB.

### Đánh giá rủi ro và các lựa chọn cổ phiếu

Dự báo hiện tại của chúng tôi đang có rủi ro suy giảm lớn hơn so với tiềm năng tăng. Tuy nhiên, sau đợt điều chỉnh gần đây của thị trường và sự hồi phục một phần sau đó tạo ra điểm mua hấp dẫn với khoảng đệm an toàn định giá ngay cả trong trường hợp cần điều chỉnh dự báo khi có thêm thông tin rõ ràng hơn về thuế quan.

Những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu hiện nay của chúng tôi là ACB và CTG, đều khuyến nghị Mua vào.

*Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/4.*

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		P/B (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
ACB	24,800	Mua vào	-	35,400	-	42.7	6.60	5.94	1.33	1.14	3.51	4.03
BID	37,000	Mua vào	-	45,700	-	23.5	10.1	9.02	1.83	1.56	0	1.08
CTG	38,300	Mua vào	-	53,800	-	40.5	8.11	6.17	1.39	1.16	0	0
HDB	21,000	Mua vào	-	27,083	-	29.0	5.54	4.64	1.29	1.03	1.98	1.98
LPB	33,850	Bán ra	-	17,637	-	(47.9)	13.1	14.5	2.41	2.07	0	0
MBB	23,450	Mua vào	-	29,500	-	25.8	6.27	5.80	1.28	1.08	1.86	2.13
MSB	11,100	Mua vào	-	15,300	-	37.8	5.23	4.74	0.78	0.67	0	0
OCB	10,650	Mua vào	-	13,500	-	26.8	8.27	6.85	0.83	0.74	0	0
STB	37,800	Tăng tỷ trọng	-	45,000	-	19.0	7.06	6.11	1.30	1.08	-	-
TCB	26,550	Mua vào	-	31,100	-	17.1	8.21	6.97	1.27	1.11	5.65	5.65
TPB	13,050	Tăng tỷ trọng	-	19,000	-	45.6	5.84	4.89	0.92	0.80	3.83	6.13
VCB	59,300	Tăng tỷ trọng	-	73,200	-	23.4	14.6	13.0	2.49	1.92	0	0
VIB	18,750	Tăng tỷ trọng	-	22,100	-	17.9	7.77	6.27	1.31	1.14	4.27	4.27
VPB	17,300	Mua vào	-	23,000	-	32.9	8.61	7.13	0.96	0.89	5.78	5.78

Giá cổ phiếu tại ngày 14/4/2025.  
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

## Mục lục

<b>Tác động của chính sách thuế quan: Gián tiếp nhưng tiêu cực ở mức vừa phải</b>	<b>3</b>
Tác động lên tổng thu nhập hoạt động lớn hơn so với chất lượng tài sản trong ngắn hạn	3
Ước tính mức độ rủi ro liên quan và ảnh hưởng	6
Phân tích kịch bản và rủi ro giảm	9
Thị trường phản ánh chính sách thuế quan như thế nào?	9
Các lựa chọn cổ phiếu hàng đầu	11

---

## Tác động của chính sách thuế quan: Gián tiếp nhưng tiêu cực ở mức vừa phải

Chính sách thuế quan của ông Trump tác động gián tiếp nhưng tiêu cực ở mức độ vừa phải đối với ngành ngân hàng Việt Nam. Trước mắt trong năm 2025, mối quan ngại chính là áp lực lên doanh thu do nhu cầu tín dụng suy yếu, nguy cơ tỷ lệ NIM thu hẹp và thu nhập tài trợ thương mại & HĐ kinh doanh ngoại hối sụt giảm. Theo quan điểm của chúng tôi, chất lượng tài sản bị ảnh hưởng là rủi ro trong trung dài hạn. Trong kịch bản tiêu cực nhất tương ứng với mức thuế suất đối ứng 46%, cao hơn đáng kể so với dự báo, HSC ước tính LNTT năm 2025 sẽ chỉ tăng trưởng 6%, thấp hơn 10,5 điểm phần trăm so với dự báo năm 2025 hiện tại của chúng tôi (ở mức 16,8%).

## Tác động lên tổng thu nhập hoạt động lớn hơn so với chất lượng tài sản trong ngắn hạn

Mặc dù không chịu tác động trực tiếp từ các mức thuế đối ứng, phân tích ban đầu của chúng tôi cho thấy có những rủi ro tiềm tàng đối với doanh thu của các ngân hàng, bắt nguồn từ tăng trưởng kinh tế chậm lại – yếu tố có thể gây ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tín dụng, tài trợ thương mại, biên lãi ròng (NIM) và thu nhập từ ngoại hối. Trong khi đó, chất lượng tài sản và chi phí tín dụng có vẻ ít chịu áp lực trong ngắn hạn, một phần nhờ khả năng hỗ trợ tái cơ cấu từ phía NHNN đối với các khách hàng bị ảnh hưởng.

Báo cáo này tập trung đánh giá tác động của thuế quan do ông Trump đề xuất lên các động lực tăng trưởng của ngành ngân hàng Việt Nam trong năm 2025, thông qua khung phân tích từ trên xuống (top-down), có xét đến mức độ nhạy cảm tương đối của từng ngân hàng trong bức tranh toàn ngành.

## Tình hình hiện tại của chính sách thuế: Tạm hoãn trong thời gian đàm phán

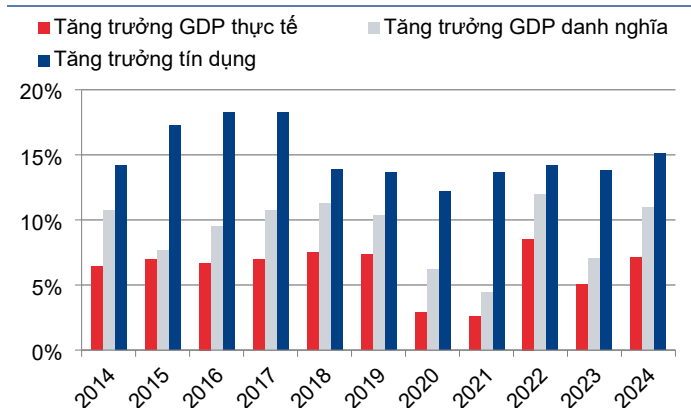
Ban đầu dự kiến có hiệu lực từ ngày 9/4, mức thuế 46% đã được tạm hoãn trong 90 ngày sau các nỗ lực trao đổi ngoại giao. Trong giai đoạn tạm dừng này, mức thuế nhập khẩu chung ở mức 10% vẫn được áp dụng. Các biện pháp ngoại giao vẫn được triển khai chủ động, trong đó quá trình đàm phán vẫn tiếp tục cùng các biện pháp ứng phó chiến lược được triển khai từ cả chính phủ và các tập đoàn đa quốc gia. Sự trì hoãn tạm thời này đem lại cơ hội cho các giải pháp ngoại giao và điều chỉnh chiến lược.

## Tương quan giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng GDP

Dữ liệu lịch sử cho thấy mối tương quan dương rõ rệt giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng GDP. Cụ thể, cứ mỗi 1 điểm phần trăm tăng trưởng GDP thực thì tương ứng với mức tăng trưởng tín dụng khoảng 2,2 điểm phần trăm, hoặc khoảng 1 điểm phần trăm tăng trưởng GDP danh nghĩa sẽ tương ứng với mức tăng trưởng tín dụng khoảng 1,6 điểm phần trăm. Mối tương quan này được duy trì ổn định trong suốt thập kỷ qua, ngoại trừ giai đoạn 2020-2021 khi tăng trưởng GDP bị gián đoạn nghiêm trọng do đại dịch COVID-19, trong khi tăng trưởng tín dụng vẫn duy trì ổn định nhờ các chính sách nới lỏng tiền tệ. Tuy nhiên, cần lưu ý rằng đây là mối tương quan chứ không phải là mối quan hệ nhân quả tuyệt đối. Trên thực tế, tăng trưởng kinh tế và mở rộng tín dụng có khả năng tác động qua lại lẫn nhau, được điều tiết bởi nhiều yếu tố vĩ mô khác.

**Biểu đồ 1: Tăng trưởng tín dụng và GDP, Việt Nam**

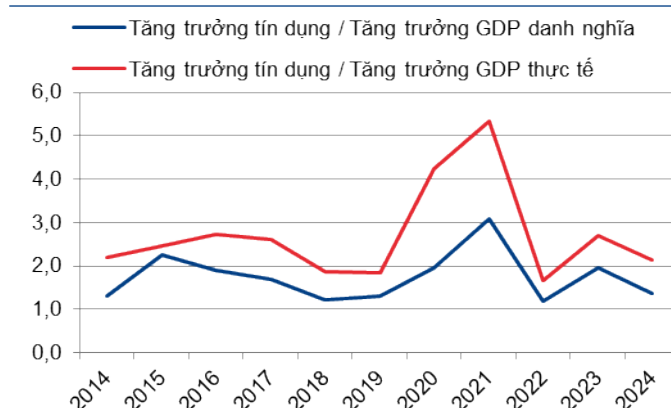
Tín dụng ngân hàng thúc đẩy tăng trưởng GDP



Nguồn: NHNN, Tổng Cục Thống kê

**Biểu đồ 2: Mối tương quan giữa tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng GDP, Việt Nam**

Tăng trưởng tín dụng / tăng trưởng GDP thực tế bình quân là 2,2 lần



Nguồn: NHNN, Tổng Cục Thống kê, HSC

**Kịch bản tiêu cực: Mức thuế suất 46% sẽ làm giảm 2,5 điểm phần trăm tăng trưởng GDP năm 2025 của Việt Nam**

Chính sách thuế đối ứng được dự báo sẽ làm giảm tốc độ hoạt động xuất khẩu, từ đó gây sức ép lên tăng trưởng kinh tế chung. Theo phân tích của HSC (Mời xem: [Thuế đối ứng: Không công bằng với nhiều đối tác, bao gồm Việt Nam](#), HSC, 14/4/2025), mức thuế suất 46% có thể làm giảm 2,5 điểm phần trăm tăng trưởng GDP của Việt Nam, ước tính này bao gồm tác động trực tiếp lên hoạt động thương mại, nguồn vốn FDI và xu hướng tiêu dùng trong nước.

**Rủi ro đối với tăng trưởng tín dụng giảm một phần nhờ đầu tư công & chính sách mở rộng tiền tệ**

HSC dự báo nhu cầu đi vay sẽ sụt giảm, đặc biệt là ở các doanh nghiệp liên quan tới xuất khẩu & doanh nghiệp FDI. Bên cạnh đó, niềm tin yếu hơn từ phía doanh nghiệp và người tiêu dùng cũng có thể tiếp tục làm giảm nhu cầu tín dụng cho đầu tư và tiêu dùng. Tuy nhiên, hoạt động đầu tư công mạnh mẽ cùng hiệu ứng lan tỏa từ đó có thể phần nào bù đắp tác động tiêu cực lên cả tăng trưởng GDP và tăng trưởng tín dụng.

Ngoài ra, dựa trên quan sát từ thời kỳ đại dịch COVID-19 – có một số điểm tương đồng với tình hình hiện tại – việc áp dụng chính sách tiền tệ mở rộng, trong đó NHNN đã cắt giảm lãi suất điều hành và duy trì mặt bằng lãi suất thấp, cũng là một yếu tố hỗ trợ tăng trưởng tín dụng.

**Rủi ro tỷ lệ NIM thu hẹp do biến động tỷ giá và nhu cầu tín dụng suy yếu**

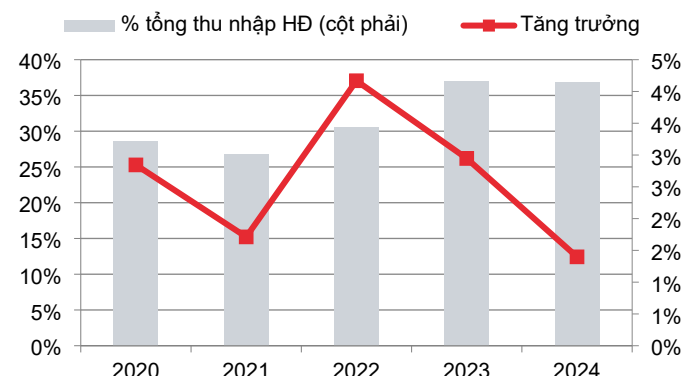
Căng thẳng thương mại gia tăng và lợi nhuận xuất khẩu dự kiến sụt giảm nhiều khả năng sẽ gây sức ép mất giá đối với đồng VND. Ngoài ra, chính sách thuế quan có thể làm gia tăng sức ép lạm phát và làm chậm tăng trưởng kinh tế Mỹ, làm phức tạp triển vọng chính sách của Fed và có thể khiến Fed trì hoãn việc cắt giảm lãi suất điều hành dự kiến. Tình hình này có thể hạn chế dự địa nơi lòng tiền tệ của NHNN và làm gia tăng rủi ro tỷ lệ NIM thu hẹp.

**Tác động tiêu cực lên thu nhập ngoại hối & thu nhập phí tài trợ thương mại**

Thu nhập ngoại lãi – đặc biệt là lãi thuần HĐ kinh doanh ngoại hối và thu nhập phí tài trợ thương mại – được dự báo sẽ sụt giảm trong bối cảnh hoạt động thương mại sụt giảm do chính sách thuế quan và sự bất ổn của nền kinh tế.

**Biểu đồ 3: Thu nhập HĐKD ngoại hối của các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

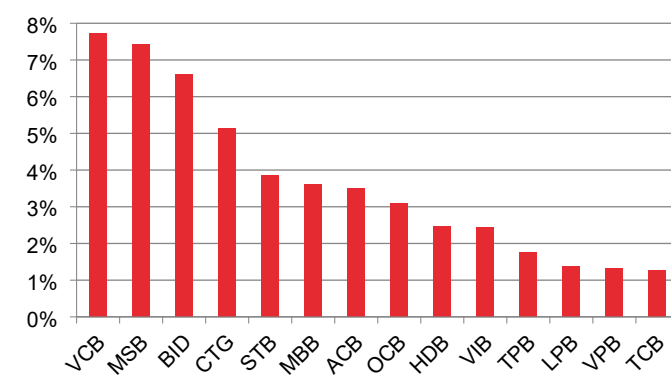
Tốc độ tăng trưởng CAGR 5 năm của doanh thu HĐKD ngoại hối đạt 23%



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 4: Doanh thu HĐKD ngoại hối / Tổng thu nhập HĐ (%) (năm 2024), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Tổng thu nhập hoạt động của VCB, MSB, BID và CTG tăng nhờ lãi từ HĐKD ngoại hối



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

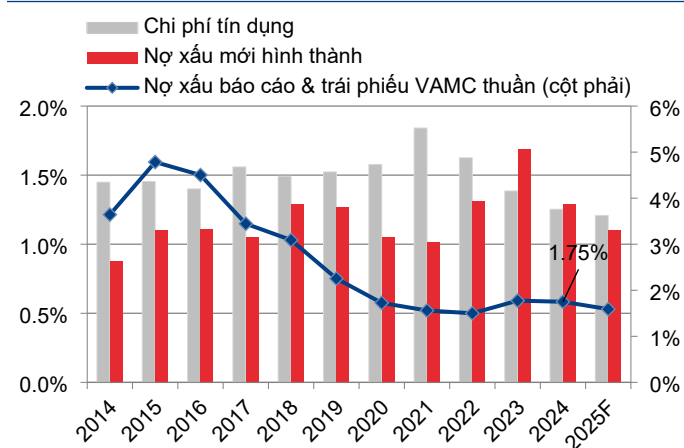
**Chất lượng tài sản: Tác động nhẹ trong ngắn hạn nhưng triển vọng trung hạn không chắc chắn**

Chất lượng tài sản sụt giảm thường xảy ra sau một thời gian kinh tế suy yếu và đây thường là hệ quả có độ trễ – không xuất hiện ngay lập tức sau các cú sốc ban đầu. Trong kịch bản thuế suất tăng mạnh, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ triển khai các biện pháp điều hành nhằm hỗ trợ tái cơ cấu khoản vay và giảm lãi suất cho các nhóm khách hàng bị ảnh hưởng nặng, đặc biệt là các doanh nghiệp xuất khẩu ở các lĩnh vực khác nhau. Những biện pháp này có thể tương tự với các biện pháp hỗ trợ được thực hiện trong giai đoạn COVID-19 (năm 2021-2022) và cuộc khủng hoảng TPDN và BĐS (2023-2024).

Dựa trên sự cải thiện của chất lượng tài sản trong năm 2024, kỳ vọng hiện tại của chúng tôi (trước khi thông tin về mức thuế suất đối ứng 46% được công bố) là chất lượng tài sản sẽ tiếp tục cải thiện nhẹ trong năm 2025. Cụ thể, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu tại thời điểm cuối năm 2025 đối với các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi sẽ giảm nhẹ xuống 1,6% (từ 1,75% tại thời điểm cuối năm 2024), tỷ lệ hình thành nợ xấu mới duy trì quanh mức 1.1%, và chi phí tín dụng sẽ trở lại mức bình thường khoảng 1.2%, phù hợp với mức trung bình quá khứ. Mặc dù thừa nhận rằng nợ xấu mới hình thành “thực tế” có thể tăng lên, chúng tôi dự báo tỷ lệ nợ xấu được công bố hay yêu cầu trích lập dự phòng của các NHTM sẽ không tăng đáng kể trong năm 2025.

**Biểu đồ 5: Chất lượng tài sản, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

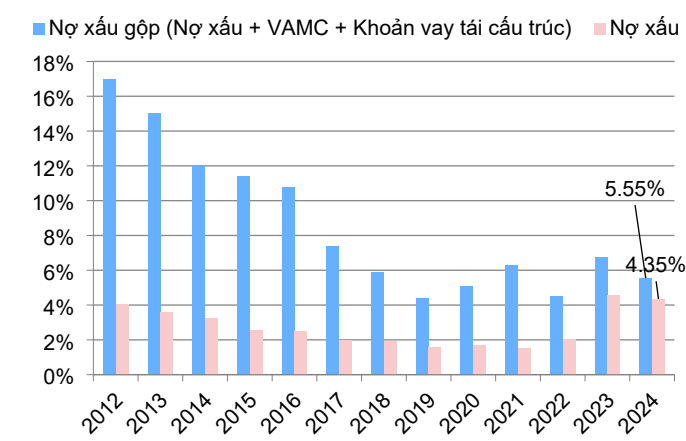
Tỷ lệ nợ xấu (bao gồm trái phiếu VAMC) của các NHTM HSC khuyến nghị là 1,75%



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 6: Dữ liệu nợ xấu, hệ thống ngân hàng Việt Nam**

Tỷ lệ nợ xấu gộp ước tính đạt 5,55% trong năm 2024, trong đó nợ xấu báo cáo là 4,35%, các khoản vay tái cấu trúc theo Thông tư 02 chiếm 0,6%, và 0,6% trái phiếu VAMC



Nguồn: NHNN, HSC

Nếu mức thuế 46% đối với hàng xuất khẩu Việt Nam được chính quyền Trump triển khai thực tế, hàng hóa Việt Nam sẽ trở nên kém cạnh tranh hơn đáng kể so với sản phẩm từ các nước xuất khẩu khác. Kịch bản này có thể khiến tăng trưởng GDP Việt Nam lệch khỏi quỹ đạo hiện tại và làm suy yếu các điều kiện tín dụng trong nước. Tuy nhiên, phản ứng từ phía Chính phủ Việt Nam – bao gồm điều chỉnh chính sách chiến lược, tái cấu trúc kinh tế và các biện pháp can thiệp có mục tiêu – sẽ đóng vai trò then chốt trong việc giảm thiểu tác động tiêu cực, ổn định môi trường kinh tế và có thể định hình lại động lực tăng trưởng trong trung hạn.

### Ước tính mức độ rủi ro liên quan và ảnh hưởng

Để ước tính mức độ rủi ro liên quan của ngành ngân hàng (bao gồm từng NHTM), HSC xem xét một số yếu tố chính bao gồm:

- Những khoản cho vay các doanh nghiệp xuất khẩu;
- Những khoản cho vay các DNNVV;
- Những khoản cho vay các doanh nghiệp FDI;
- Hoạt động tài trợ thương mại; và
- Thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối.

### Mức độ rủi ro liên quan đến xuất khẩu, tài trợ thương mại

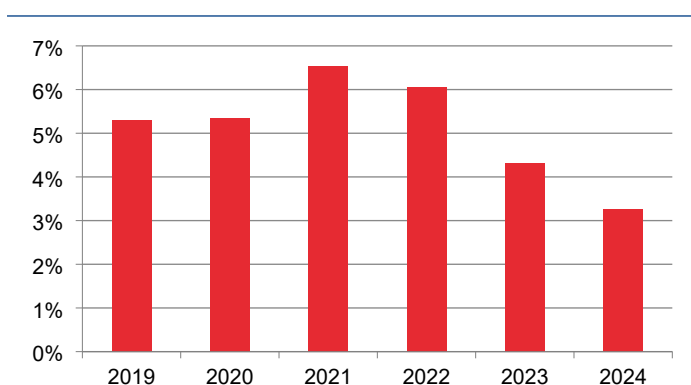
Dữ liệu cụ thể về cho vay doanh nghiệp xuất khẩu nhìn chung không được công bố do các NHTM thường phân loại danh mục cho vay theo cơ cấu khách hàng, kỳ hạn khoản vay, loại tiền tệ, chất lượng tín dụng, ngành nghề và khu vực địa lý. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng sẽ sớm công bố mức độ cho vay các doanh nghiệp xuất khẩu để giải tỏa lo ngại từ phía cổ đông.

Hiện tại, chúng tôi sử dụng các số liệu thay thế để ước tính mức độ liên quan:

- **Tài trợ thương mại:** HSC sử dụng hoạt động tài trợ thương mại của các ngân hàng, thể hiện qua cam kết phát hành thư tín dụng (L/C), làm đại diện để ước lượng mức độ liên quan tiềm năng tới các doanh nghiệp xuất khẩu. Mặc dù cam kết L/C không thực sự phản ánh trực tiếp tỷ trọng cho vay các doanh nghiệp xuất khẩu nhưng đây là một chỉ báo hữu ích phản ánh các hoạt động liên quan tới thương mại. Tại thời điểm cuối năm 2024, tổng cam kết L/C của các NHTM trong phạm vi phân tích tương đương khoảng 3,3% tổng dư nợ cho vay. Những NHTM có tỷ trọng hoạt động này cao hơn bình quân bao gồm CTG (3,9%), HDB (10,5%), MBB (3,8%), TCB (6%) và VCB (3,4%).

**Biểu đồ 7: Cam kết L/C / Tổng dư nợ cho vay, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

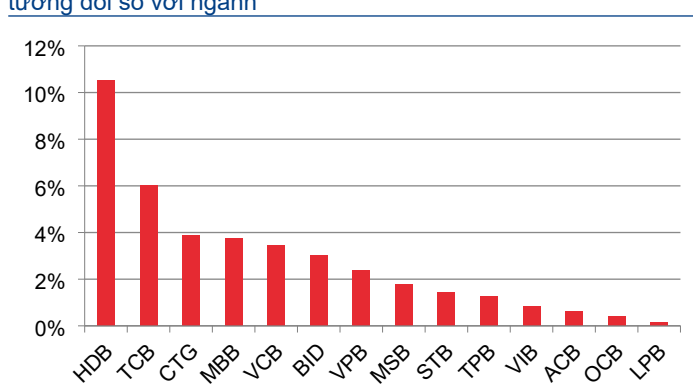
Cam kết L/C (theo tỷ lệ tương đối) giảm trong năm 2023-24



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 8: Cam kết L/C / Tổng dư nợ cho vay (2024), các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

HDB, TCB, CTG, MBB và VCB có tỷ trọng cam kết L/C cao hơn tương đối so với ngành



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Bảng 9: Tỷ trọng cho vay một số công ty chịu ảnh hưởng bởi chính sách thuế quan trên tổng dư nợ tín dụng ở các NH**

Tỷ trọng cho vay của các ngân hàng đối những công ty này là không đáng kể

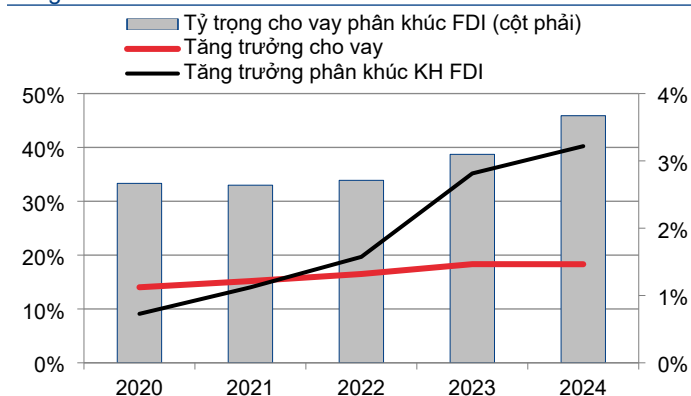
	Thủy sản			Cảng biển GMD	Văn phòng phẩm		Dệt may		Gỗ PTB	Lốp xe DRC	Tổng
	ANV	FMC	VHC		TLG	TCM	MSH	TNG			
AGRB									0.00%		0.00%
BID	0.02%		0.01%	0.03%	0.01%	0.00%	0.03%	0.04%	0.00%	0.00%	0.14%
CTG	0.00%	0.01%		0.05%	0.00%	0.01%		0.03%	0.00%	0.00%	0.10%
MBB	0.00%						0.00%	0.02%	0.04%		0.06%
TCB								0.01%	0.05%		0.06%
VCB	0.02%	0.05%	0.12%		0.00%	0.03%	0.05%	0.02%	0.03%	0.04%	0.37%
VIB				0.06%				0.02%			0.08%

Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

- Các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng của thuế quan:** Phân tích các khoản vay liên quan đến các doanh nghiệp chịu ảnh hưởng lớn nhất trong phạm vi phân tích của HSC (ANV, DRC, FMC, GMD, PTB, TCM, TLG và VHC) cho thấy tổng dư nợ chỉ chiếm 0,06% danh mục cho vay của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi. Chúng tôi tóm tắt tỷ trọng liên quan cụ thể theo từng ngân hàng trong Bảng 9.
- Doanh nghiệp FDI:** Dư nợ cho vay đối với khối doanh nghiệp FDI chỉ chiếm 3,7% tổng dư nợ của các ngân hàng được phân tích, mặc dù tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2023-2024. Mức tăng trưởng nhanh này chủ yếu phản ánh mức độ cạnh tranh cao hơn của khoản vay bằng VND so với vay bằng USD trong bối cảnh lãi suất toàn cầu tăng. Mặc dù mức thuế tăng cao có thể kìm hãm tốc độ tăng trưởng tín dụng FDI trong tương lai, chúng tôi cho rằng tác động đến chất lượng tài sản là hạn chế, do các doanh nghiệp FDI nhìn chung có nền tảng tài chính tốt.

**Biểu đồ 10: Cho vay doanh nghiệp FDI, các NHTM HSC khuyến nghị**

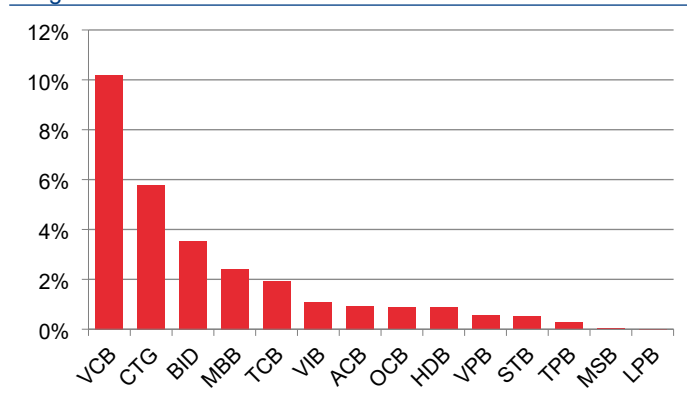
Phân khúc khách hàng FDI là động lực thúc đẩy tăng trưởng trong năm 2023-24



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 11: Tỷ trọng cho vay khách hàng FDI, các NHTM HSC khuyến nghị**

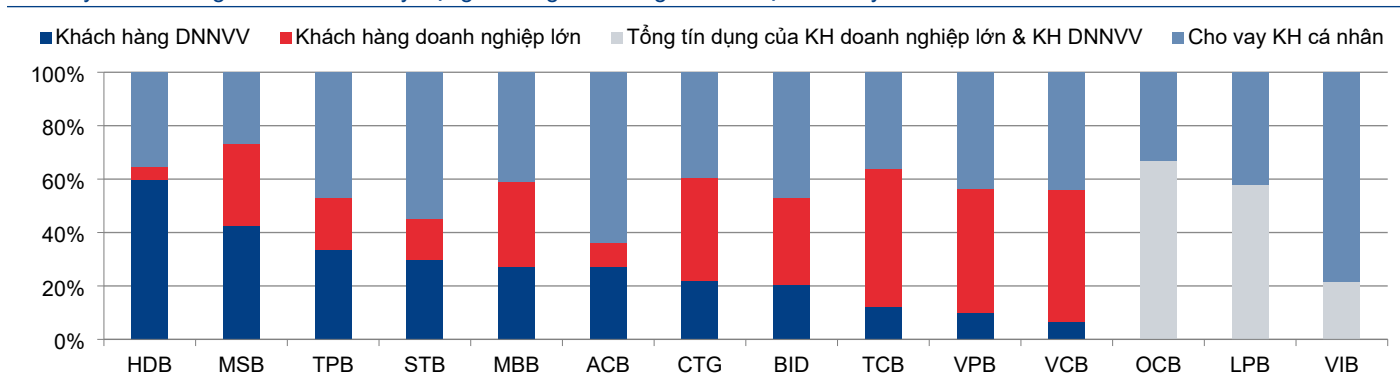
Các NHTM có vốn Nhà nước có tỷ trọng cho vay phân khúc khách hàng FDI cao hơn



Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

**Biểu đồ 12: Cơ cấu cho vay theo phân khúc khách hàng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Cho vay khách hàng DNNVV chiếm tỷ trọng khoảng 20% tổng doanh mục cho vay



Ghi chú: VIB, LPB và OCB không công bố cơ cấu tín dụng theo phân khúc doanh nghiệp lớn và doanh nghiệp nhỏ và vừa. Nguồn: Dữ liệu các ngân hàng, HSC

- **Phân khúc DNNVV:** Với quy mô nhỏ và năng lực tài chính hạn chế, khối DNNVV được dự báo sẽ dễ bị tổn thương hơn trước tác động tiêu cực của thuế quan tăng cao.

### Đánh giá tác động đối với từng ngân hàng

Dưới đây là đánh giá sơ bộ về tác động tương đối của thuế quan do ông Trump đề xuất đối với các nguồn thu chính của từng ngân hàng, so sánh tương đối với mức độ tác động lên toàn ngành. Nhìn chung, chúng tôi hiện cho rằng ACB, LPB, STB và TCB sẽ chịu tác động nhẹ hơn, trong khi HDB, MSB và VCB sẽ chịu tác động lớn hơn tương đối với bình quân ngành hay có rủi ro điều chỉnh giảm nhiều hơn so với kế hoạch của các ngân hàng & dự báo của chúng tôi.

Một số điểm đáng lưu ý:

- Những ngân hàng có tỷ trọng liên quan cao hơn tới các doanh nghiệp xuất khẩu, hiện ước tính qua cam kết L/C, có thể sẽ ghi nhận sự sụt giảm của nhu cầu tín dụng và thu nhập HĐ tài trợ thương mại (HDB, TCB và VCB).
- Những ngân hàng đặt kế hoạch tăng trưởng tín dụng cao hơn đáng kể so với bình quân trong năm 2025 có thể sẽ phải đối mặt với nhiều thách thức hơn để hoàn thành kế hoạch (HDB, MBB, VPB).
- Những ngân hàng có tỷ trọng đáng kể liên quan tới các doanh nghiệp FDI có thể sẽ ghi nhận nhu cầu tín dụng chững lại (VCB, CTG và BID). Tuy nhiên, tăng trưởng cho vay hạ tầng - mà chúng tôi xác định là động lực chính cho giai đoạn 2025 - 2026 - có thể phần nào bù đắp ảnh hưởng này, đặc biệt là đối với nhóm ngân hàng quốc doanh.

**Bảng 13: Tác động tương đối so với bình quân các NHTM khác, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Các ngân hàng chịu tác động mạnh hơn gồm HDB, MSB và VCB

	Tác động tương đối của thuế quan đến từng yếu tố thúc đẩy thu nhập					Tổng
	Tăng trưởng tín dụng	Tỷ lệ NIM	Tài trợ thương mại	Thu nhập từ HĐKD ngoại hối		
ACB	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn
BID	Ít hơn	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình
CTG	Ít hơn	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình
HDB	Nhiều hơn	Nhiều hơn	Nhiều hơn	Ít hơn	Nhiều hơn	Nhiều hơn
LPB	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn
MBB	Nhiều hơn	Nhiều hơn	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình
MSB	Trung bình	Nhiều hơn	Trung bình	Nhiều hơn	Nhiều hơn	Nhiều hơn
OCB	Trung bình	Trung bình	Ít hơn	Ít hơn	Trung bình	Trung bình
STB	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn	Trung bình	Ít hơn
TCB	Ít hơn	Ít hơn	Nhiều hơn	Ít hơn	Ít hơn	Ít hơn
TPB	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Nhiều hơn	Trung bình	Trung bình
VCB	Trung bình	Trung bình	Nhiều hơn	Nhiều hơn	Nhiều hơn	Nhiều hơn
VIB	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình
VPB	Nhiều hơn	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình	Trung bình

Nguồn: HSC

- Những ngân hàng có tỷ trọng liên quan tới các DNNVV lớn hơn nhiều khả năng sẽ ghi nhận nhu cầu tín dụng yếu hơn và rủi ro chất lượng tài sản cao hơn (HDB, MSB và TPB).
- Những ngân hàng có danh mục cho vay tiêu dùng đáng kể có thể ghi nhận nhu cầu tín dụng suy yếu cùng rủi ro chất lượng tài sản gia tăng (HDB, MBB và VPB).
- Đối với tỷ lệ NIM, những NHTM tích cực theo đuổi mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao hoặc đang có lợi suất cho vay cao hơn đáng kể so với bình quân ngành hoặc phụ thuộc vào nguồn vốn liên ngân hàng có thể sẽ gặp sức ép lớn hơn lên tỷ lệ NIM so với ngành (HDB, MBB và MSB).

## Phân tích kịch bản và rủi ro giảm

HSC đưa ra 3 kịch bản thuế quan và ước tính tác động như sau:

- Kịch bản 1 – thuế suất 10%: Không tác động tới tăng trưởng tín dụng và tỷ lệ NIM, tăng trưởng thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối & tài trợ thương mại sụt giảm.
- Kịch bản 2 – thuế suất 20-25%: Tăng trưởng tín dụng giảm 2 điểm phần trăm, tỷ lệ NIM giảm 5 điểm cơ bản so với cùng kỳ, thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối & tài trợ thương mại không tăng trưởng.
- Kịch bản 3 – thuế suất 46%: Tăng trưởng tín dụng giảm 4 điểm phần trăm, tỷ lệ NIM giảm 10 điểm cơ bản, thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối giảm 10% so với cùng kỳ & thu nhập tài trợ thương mại giảm 20% so với cùng kỳ.

Dựa trên ước tính thu nhập lãi thuần đóng góp 80% tổng thu nhập hoạt động, thu nhập HĐ kinh doanh ngoại hối và thu nhập phí tài trợ thương mại đóng góp lần lượt khoảng 3,6% và 1,7%, những kịch bản này có thể ảnh hưởng đáng kể tới lợi nhuận của ngành ngân hàng. HSC hiện cho rằng tỷ lệ nợ xấu mới hình thành & chi phí tín dụng sẽ chưa tăng đáng kể trong năm 2025 do tỷ trọng liên quan đến các ngành chịu ảnh hưởng không lớn (5-10%). Ngoài ra, các biện pháp tái cơ cấu khoản vay của NHNN có thể được áp dụng sẽ giảm thiểu tác động tiêu cực lên chất lượng tài sản.

**Bảng 14: Các giả định quan trọng đối với mỗi kịch bản thuế, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Trong kịch bản tiêu cực nhất, thuế suất đối ứng lên tới 46%

Giả định	2024	2025F			
		Dự báo hiện tại	Thuế suất 10%	Thuế suất 20-25%	Thuế suất 46%
Tăng trưởng tín dụng	17.9%	16.7%	16.7%	14.7%	12.7%
Tỷ lệ NIM	3.48%	3.50%	3.50%	3.45%	3.40%
Tăng trưởng thu nhập lãi thuần	14.0%	16.6%	16.6%	14.5%	12.5%
Tăng trưởng tài trợ thương mại	-13.0%	11.0%	5.0%	0.0%	-20.0%
Tăng trưởng thu nhập từ HĐKD ngoại hối	12.4%	12.3%	8.0%	0.0%	-10.0%

Nguồn: HSC

**Bảng 15: Các kịch bản về tổng thu nhập hoạt động & LNTT năm 2025 và rủi ro giảm so với dự báo, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Rủi ro giảm đối với dự báo của HSC về tăng trưởng LNTT dao động từ 0,5 đến 10,5 điểm phần trăm

	2024	Tăng trưởng trong năm 2025			Rủi ro giảm so với dự báo hiện tại			
		Dự báo hiện tại	Thuế suất 10%	Thuế suất 20-25%	Thuế suất 46%	Thuế suất 10%	Thuế suất 20-25%	Thuế suất 46%
Tổng thu nhập HĐ (tăng trưởng)	13.0%	14.3%	14.0%	11.8%	9.3%	-0.3 điểm %	-2.5 điểm %	-5.0 điểm %
LNTT (tăng trưởng)	18.3%	16.8%	16.3%	11.6%	6.3%	-0.5 điểm %	-5.2 điểm %	-10.5 điểm %

Nguồn: HSC

## Thị trường phản ánh chính sách thuế quan như thế nào?

Sau khi ông Trump công bố mức thuế suất đối ứng 46% đối với hàng hóa xuất khẩu Việt Nam vào ngày 2/4/2025, chỉ số VNIndex đã trải qua một đợt điều chỉnh mạnh, giảm 17% trong 4 phiên giao dịch liên tiếp. Mặc dù ngành ngân hàng Việt Nam không chịu ảnh hưởng trực tiếp từ chính sách thuế quan này nhưng giá cổ phiếu những ngân hàng này của sụt giảm tương tự, trong đó giá cổ phiếu các ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi giảm bình quân 16%.

Đợt điều chỉnh mạnh này chủ yếu phản ánh tâm lý tiêu cực và xu hướng né tránh rủi ro gia tăng của NĐT, do ngành ngân hàng thường được coi là chỉ báo phản ánh tình hình kinh tế vĩ mô. NĐT nhanh chóng phản ánh những tác động lan tỏa về mặt vĩ mô kỳ vọng tăng trưởng tín dụng suy yếu, rủi ro mất giá đồng tiền, thu nhập liên quan đến hoạt động thương mại giảm, và chất lượng tài sản có thể xấu đi. Do đó, cổ phiếu ngân hàng giảm giá tương đương với các ngành chịu ảnh hưởng trực tiếp của chính sách thuế quan.

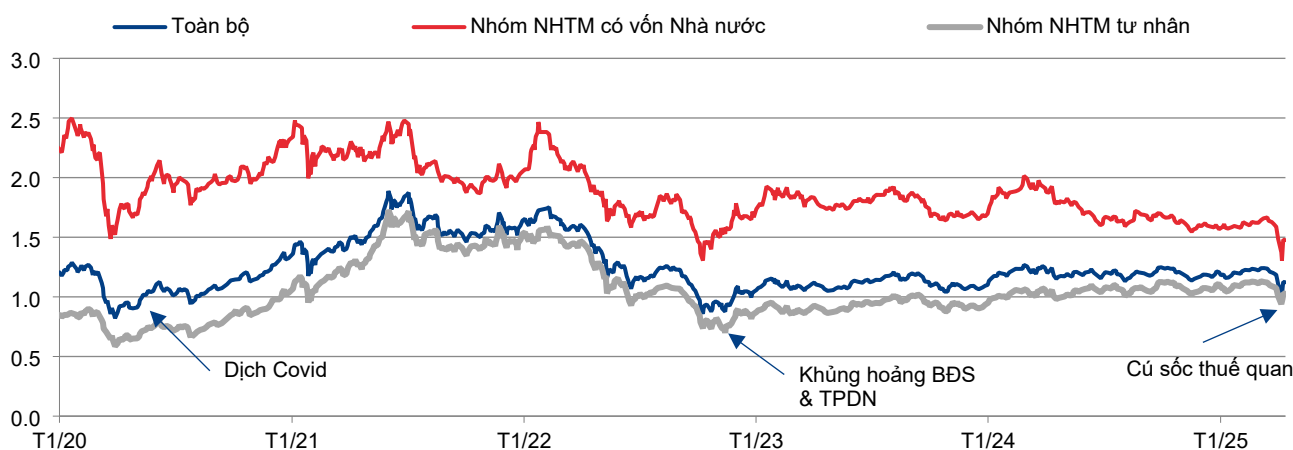
Tại đây thị trường vào ngày 9/4 - ngay sau thông tin công bố thuế - nhóm ngân hàng thuộc phạm vi phân tích của chúng tôi giao dịch tại mức P/B dự phóng 1 năm trung bình là 1 lần. Mức định giá này cao hơn so với các đáy thị trường trước đây như giai đoạn COVID (0,81 lần vào tháng 3/2020) và khủng hoảng bất động sản & trái phiếu doanh nghiệp (0,86 lần vào tháng 10/2022), cho thấy mặc dù tâm lý thị trường giảm

manh, định giá vẫn chưa xuống mức thấp lịch sử. Diễn biến này là hợp lý, phản ánh đánh giá của chúng tôi rằng tác động của thuế quan lên nền kinh tế và ngân hàng là ở mức độ thấp hơn.

Nếu coi mức thuế 46% ban đầu là kịch bản xấu nhất, thì diễn biến thị trường vừa qua nhiều khả năng đã phản ánh kỳ vọng đó. Sau đó, việc ông Trump quyết định tạm hoãn thực thi mức thuế trong 90 ngày và kỳ vọng đàm phán ngoại giao cải thiện đã giúp VN-Index phục hồi khoảng 11%, trong khi nhóm ngân hàng phục hồi cao hơn với mức tăng trung bình 12,1%. Những diễn biến này cho thấy nhà đầu tư đang kỳ vọng mức thuế cuối cùng sẽ thấp hơn đáng kể, có thể ở mức 20–25%.

**Biểu đồ 16: P/B trượt dự phóng 1 năm kể từ năm 2020, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

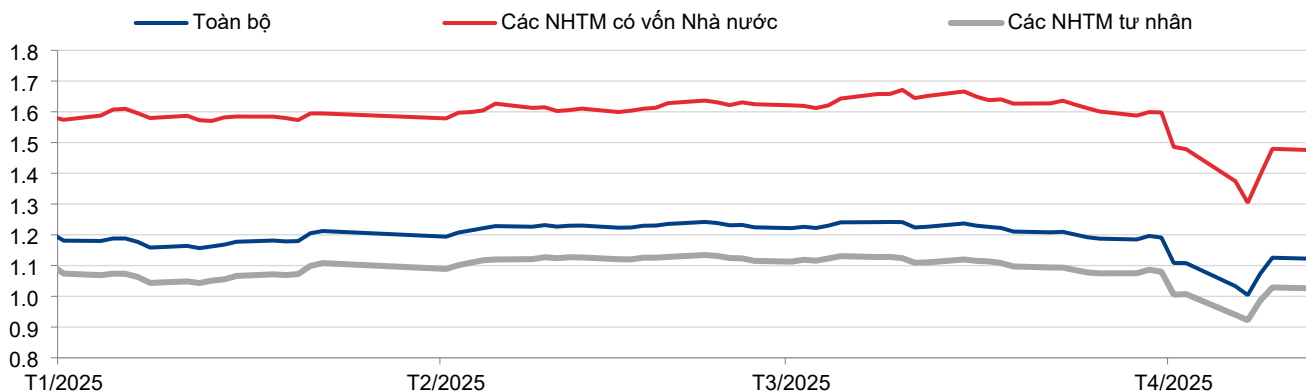
Tại thời điểm thị trường phản ứng tiêu cực nhất với chính sách thuế quan mới, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC giao dịch với P/B trượt dự phóng 1 năm là 1 lần (bình quân giản đơn)



Ghi chú: Dữ liệu ngày 14/4.  
Nguồn: HSC

**Biểu đồ 17: P/B trượt dự phóng 1 năm kể từ đầu năm, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

Định giá gần như đi ngang trước cú sốc thuế quan



Ghi chú: Dữ liệu ngày 14/4.  
Nguồn: HSC

Dựa trên phân tích kịch bản của chúng tôi, dự báo hiện tại tương ứng với kịch bản thuận lợi nhất – tức mức thuế 10%. Hiện tại, rủi ro điều chỉnh giảm dự báo vẫn lớn hơn khả năng điều chỉnh tăng. Tuy nhiên, sau nhịp điều chỉnh mạnh và phục hồi gần đây, một số cổ phiếu ngân hàng đang giao dịch ở mức định giá hấp dẫn, với dự địa tăng giá đáng kể, đóng vai trò như một “bộ đệm định giá” trong trường hợp các dự báo phải điều chỉnh giảm trong vài tuần tới khi thông tin về các thuế trở nên rõ ràng hơn.

## Các lựa chọn cổ phiếu hàng đầu

Những lựa chọn cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi bao gồm ACB và CTG, đều khuyến nghị Mua vào. Cụ thể như sau:

- ACB: Tiềm năng tăng giá 43%, hệ số ROE > 20%, tăng trưởng EPS năm 2025 đạt 10%, đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,14 lần, P/E là 6 lần, cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 15%, cổ tức bằng tiền mặt 10% (lợi suất cổ tức 4%).
- CTG: Tiềm năng tăng giá 40%, hệ số ROE khoảng 18%, tăng trưởng EPS năm 2025 đạt 34%, đang giao dịch với P/B dự phóng năm 2025 là 1,16 lần, P/E là 6,8 lần, cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 44,64%.

HSC đang xem xét lại khuyến nghị và giá mục tiêu đối với TCB, TPB và VCB.

**Bảng 18: So sánh các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC**

ACB và CTG là các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi

Ngân hàng	Thị giá	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	Tiềm năng tăng/giảm	P/B (lần)		P/E (lần)		ROE (%)			Tăng trưởng EPS (%)		P/B tại giá mục tiêu (lần)
	Đồng		Đồng	%	2025F	2026F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F
ACB	24.850	Mua vào	35.400	42,5%	1,14	0,97	6,0	5,1	21,6%	20,3%	20,6%	10,0%	18,3%	1,62
BID	36.750	Tăng tỷ trọng	45.700	24,4%	1,55	1,30	10,4	9,1	17,0%	16,1%	15,5%	11,8%	13,9%	1,93
CTG	38.400	Mua vào	53.800	40,1%	1,16	0,96	6,8	5,6	16,5%	18,6%	18,9%	34,7%	22,6%	1,63
HDB	20.700	Mua vào	27.083	30,8%	1,05	0,86	5,2	4,5	22,6%	22,1%	21,0%	19,6%	15,8%	1,37
LPB	34.200	Bán ra	17.637	-48,4%	2,09	1,77	14,6	11,9	24,8%	15,4%	16,2%	-21,0%	23,2%	1,08
MBB	23.450	Mua vào	29.500	25,8%	1,08	0,93	6,3	5,4	20,5%	18,7%	18,3%	8,0%	15,3%	1,36
MSB	11.050	Mua vào	15.300	38,5%	0,67	0,59	4,7	4,9	16,2%	15,3%	12,9%	10,4%	-3,1%	0,93
OCB	10.750	Mua vào	13.500	25,6%	0,75	0,66	6,9	6,0	10,5%	11,4%	11,7%	20,8%	15,2%	0,94
STB	37.850	Tăng tỷ trọng	45.000	18,9%	1,09	0,90	6,7	5,2	18,3%	17,6%	19,0%	15,3%	30,0%	1,23
TCB	26.600	Mua vào	31.100	16,9%	1,11	0,96	7,0	5,8	16,3%	17,0%	17,6%	24,7%	19,4%	1,30
TPB	13.200	Tăng tỷ trọng	19.000	43,9%	0,81	0,70	4,9	4,0	15,4%	17,5%	18,7%	19,4%	22,5%	1,17
VCB	59.800	Tăng tỷ trọng	73.200	22,4%	1,94	1,68	14,2	12,8	17,1%	15,4%	14,0%	12,8%	10,8%	2,37
VIB	18.650	Tăng tỷ trọng	22.100	18,5%	1,13	0,95	6,3	5,0	17,5%	19,2%	20,6%	24,2%	25,5%	1,34
VPB	17.450	Mua vào	23.000	31,8%	0,90	0,81	7,3	5,9	11,3%	12,7%	14,6%	20,6%	25,1%	1,18
<b>Bình quân ngành</b>				<b>23,7%</b>	<b>1,18</b>	<b>1,00</b>	<b>7,7</b>	<b>6,5</b>	<b>17,5%</b>	<b>16,9%</b>	<b>17,1%</b>	<b>15,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>1,39</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM có vốn Nhà nước</b>				<b>29,0%</b>	<b>1,55</b>	<b>1,32</b>	<b>10,5</b>	<b>9,2</b>	<b>16,9%</b>	<b>16,7%</b>	<b>16,2%</b>	<b>19,7%</b>	<b>15,8%</b>	<b>1,98</b>
<b>Bình quân nhóm NHTM tư nhân</b>				<b>22,3%</b>	<b>1,07</b>	<b>0,92</b>	<b>6,9</b>	<b>5,8</b>	<b>17,7%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,4%</b>	<b>13,8%</b>	<b>18,8%</b>	<b>1,23</b>

Ghi chú: Dữ liệu ngày 14/4.  
Nguồn: HSC

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
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)