

Phạm Liên Hà, CFA

Giám Đốc Cấp Cao, Ngành DV Tài Chính
ha.plien@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4852

Nguyễn Thanh Tùng, CFA

Trưởng phòng, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
tung.nguyenthanh@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4869

Nguyễn Bảo Ngọc

Chuyên Viên, Ngành Dịch Vụ Tài Chính
ngoc.nguyenbao@hsc.com.vn
+84 3 4605 3471 Ext. 4883

Nới lỏng có chọn lọc để hỗ trợ tăng trưởng GDP

- HSC cho rằng những động thái chính sách gần đây như một cách nới lỏng có chọn lọc để đảm bảo nguồn vốn cho các lĩnh vực ưu tiên và các dự án chiến lược quốc gia thay vì một chu kỳ nới lỏng trên diện rộng.
- Những bước đi quan trọng giúp loại bỏ một số rào cản tăng trưởng, bao gồm hạn mức tín dụng cho các dự án trọng điểm, giới hạn tăng trưởng cho vay nhà ở xã hội và KCN và hệ số SML, đồng thời có thể hỗ trợ huy động vốn thông qua việc tăng tiền gửi KBNN tại các NHTM.
- Những động thái này được kỳ vọng sẽ tác động tích cực lên các một số lĩnh vực cho vay, một vài NHTM nhất định và thanh khoản ngắn hạn. Trong số các NHTM trong phạm vi phân tích, nhóm NHTM có vốn nhà nước, MBB và TCB nhiều khả năng sẽ hưởng lợi nhiều nhất trong ngắn hạn, trong khi lợi ích dài hạn sẽ phụ thuộc vào việc thực hiện dự án và kiểm soát chất lượng tài sản.

Nới lỏng có chọn lọc để đảm bảo nguồn vốn cho các dự án trọng điểm

Những động thái chính sách gần đây của NHNN và Chính phủ nên được xem là các biện pháp nới lỏng có chọn lọc nhằm đảm bảo nguồn vốn cho các lĩnh vực ưu tiên và các dự án chiến lược quốc gia, thay vì sự khởi đầu của một chu kỳ nới lỏng trên diện rộng. Những biện pháp này loại bỏ một số rào cản tăng trưởng, bao gồm hạn mức tín dụng cho một số dự án nhất định, giới hạn tăng trưởng cho vay nhà ở xã hội và KCN và trần tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung và dài hạn (hệ số SML), đồng thời có thể hỗ trợ huy động vốn thông qua đẩy mạnh tiền gửi KBNN tại các NHTM.

Hỗ trợ nguồn vốn có thể giúp giảm bớt áp lực nhưng thanh khoản nhiều khả năng vẫn eo hẹp

Tiềm năng từ khoản tiền gửi KBNN có thể hỗ trợ thanh khoản hệ thống và giảm áp lực huy động tiền gửi trong bối cảnh nhu cầu tín dụng vẫn cao. Tuy nhiên, chúng tôi không kỳ vọng vào một đợt bơm thanh khoản quy mô lớn và một lần. Hỗ trợ nhiều khả năng sẽ theo từng đợt và từng trường hợp cụ thể, nhằm đảm bảo các dự án trọng điểm có đủ nguồn vốn đồng thời hạn chế rủi ro lan tỏa sang tỷ giá và lạm phát. Do đó, lãi suất nhiều khả năng sẽ ổn định và chỉ có thể giảm nhẹ nếu nguồn hỗ trợ đủ lớn.

Tác động có thể mang tính chọn lọc; nhóm NHTM có vốn nhà nước, MBB và TCB có thể hưởng lợi nhiều nhất trong ngắn hạn

Chúng tôi không cho rằng những biện pháp này sẽ tác động tích cực lên toàn bộ ngành Ngân hàng. Trong số các ngân hàng trong phạm vi phân tích, nhóm NHTM có vốn nhà nước, MBB và TCB được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhiều nhất trong ngắn hạn do những ngân hàng này tập trung vào cho vay cơ sở hạ tầng, có khả năng tham gia vào các dự án chiến lược và/hoặc tham gia cho vay các nhà phát triển lớn. Nhìn chung, những biện pháp này có tác động tích cực tới một số hoạt động cho vay nhất định, một số ngân hàng có chọn lọc và thanh khoản ngắn hạn, trong khi lợi ích dài hạn sẽ phụ thuộc vào quá trình thực hiện dự án và kiểm soát chất lượng tài sản.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 7/7.

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 (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
ACB	22,200	Mua vào	-	28,850	-	30.0	8.25	7.18	1.36	1.19	3.47	2.79
BID	41,350	Tăng tỷ trọng	-	46,500	-	12.5	9.54	9.57	1.73	1.47	1.09	0
CTG	34,150	Mua vào	-	48,300	-	41.4	7.67	6.48	1.49	1.26	1.32	1.46
HDB	27,200	Mua vào	-	33,000	-	21.3	7.61	6.55	1.80	1.48	0	1.84
LPB	51,300	Bán ra	-	24,900	-	(51.5)	13.4	13.5	3.25	3.09	4.87	5.85
MBB	25,300	Mua vào	-	31,800	-	25.7	7.61	6.64	1.50	1.24	0.90	3.95
MSB	15,800	Tăng tỷ trọng	-	15,800	-	0	8.76	7.77	1.16	1.01	0	-
OCB	11,300	Tăng tỷ trọng	-	12,783	-	13.1	8.63	7.74	1.02	0.90	4.99	0
STB	70,800	Giảm tỷ trọng	-	61,000	-	(13.8)	22.5	18.1	2.23	1.96	0	0
TCB	33,750	Mua vào	-	44,500	-	31.9	9.46	7.95	1.41	1.23	2.96	2.07
TPB	16,200	Mua vào	-	19,800	-	22.2	6.09	5.67	1.06	0.92	6.17	3.09
VCB	61,200	Mua vào	-	75,600	-	23.5	14.5	13.3	2.25	1.84	0.74	0.79
VIB	16,100	Mua vào	-	20,000	-	24.2	7.51	6.61	1.17	1.05	4.35	5.59
VPB	27,450	Mua vào	-	36,800	-	34.1	9.08	7.52	1.30	1.13	1.82	1.82

Giá cổ phiếu tại ngày 6/7/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Nới lỏng có chọn lọc để hỗ trợ tăng trưởng GDP	3
Chuyển trọng tâm từ ổn định sang nới lỏng có chọn lọc	3
Tác động tới hệ thống ngân hàng	7
Tác động lên các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi	10

Nói lòng có chọn lọc để hỗ trợ tăng trưởng GDP

HSC đánh giá những động thái chính sách gần đây là sự nói lòng có chọn lọc để đảm bảo nguồn vốn cho các lĩnh vực ưu tiên và các dự án chiến lược thay vì sự khởi đầu của một chu kỳ nói lòng trên diện rộng. Những biện pháp này loại bỏ một số hạn chế tăng trưởng, bao gồm hạn mức tín dụng cho các dự án được lựa chọn, giới hạn tăng trưởng và trần hệ số SML, đồng thời có thể hỗ trợ huy động vốn thông qua tiền gửi KBNN. Trong số các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi, nhóm NHTM có vốn nhà nước, MBB và TCB có thể hưởng lợi nhiều nhất trong ngắn hạn. Tuy nhiên, các ngân hàng vẫn phải gánh chịu rủi ro tín dụng và tác động sẽ không đồng đều. Nhìn chung, những biện pháp này tác động tích cực lên một số hoạt động cho vay nhất định và thanh khoản ngắn hạn nhưng lợi ích dài hạn sẽ phụ thuộc vào quá trình triển khai dự án và kiểm soát chất lượng tài sản.

Chuyển trọng tâm từ ổn định sang nói lòng có chọn lọc

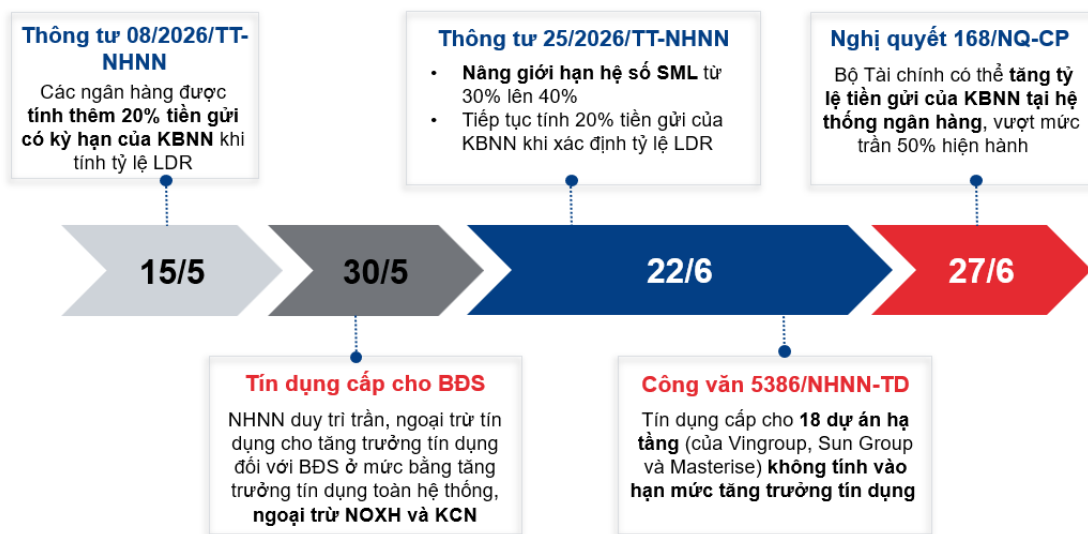
Những động thái chính sách gần đây và quan điểm chung của chúng tôi

Do tình trạng thanh khoản hệ thống căng thẳng, NHNN có vẻ ưu tiên ổn định hệ thống trong Q4/2025 và Q1/2026. Những biện pháp chính bao gồm hạ mục tiêu tăng trưởng tín dụng cho năm 2025, đặt giới hạn tăng trưởng tín dụng Q1/2026 và thiết lập trần tăng trưởng tín dụng cho ngành BĐS. Một dự thảo thông tư – nhằm thắt chặt các hệ số an toàn thanh khoản và đặt ra lộ trình hướng tới Basel III – cũng đã được đưa ra để thu thập phản hồi từ các bên tham gia thị trường, điều mà chúng tôi đã phân tích trước đó trong báo cáo “[Khung quản lý thanh khoản chặt chẽ hơn đang thành hình](#)”.

Hình 1: Những thay đổi quan trọng trong các quy định gần đây

Hàng loạt điều chỉnh chính sách trong hai tháng qua cho thấy NHNN chuyển sang lập trường điều hành theo hướng nói lòng hơn

Các quy định và biện pháp hỗ trợ thanh khoản



Nói lòng tín dụng có đối với một số dự án BĐS và hạ tầng

Nguồn: HSC

Tuy nhiên, trong 2 tháng vừa qua, dưới sự lãnh đạo của Chính phủ mới, các mục tiêu tăng trưởng GDP cao đã được nhấn mạnh trở lại. Các cơ quan chức năng đã đưa ra một số biện pháp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và thanh khoản hệ thống ngân hàng, phản ánh sự chuyển dịch sang nói lòng có chọn lọc và linh hoạt hơn trong chính sách. Chúng tôi lưu ý những mốc thời gian/sự kiện quan trọng như sau:

- Ngày 15/5/2026: NHNN ban hành Thông tư 08, cho phép tính trở lại 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào hệ số LDR. Điều này đảo ngược quy định trước đó theo Thông tư 22/2019 và Thông tư 26/2022, đã loại trừ tất cả các khoản tiền gửi của

KBNN kể từ ngày 1/1/2026. Do đó, tiền gửi có kỳ hạn của KBNN kể từ ngày 15/5/2026 sẽ được đối xử giống như năm 2025.

- Ngày 30/5/2026: NHNN đã ban hành hướng dẫn về tăng trưởng tín dụng năm 2026, theo đó loại trừ các khoản cho vay các dự án nhà ở xã hội và KCN khỏi mức trần tăng trưởng cho vay BĐS được đặt ra vào đầu năm.
- Ngày 22/6/2026:
 - NHNN đã ban hành Thông tư 25, điều chỉnh phương pháp tính hệ số LDR lần thứ hai trong năm 2026. Thông tư này tiếp tục cho phép tính 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào cấu phần tiền gửi, đồng thời cho phép Thống đốc NHNN linh hoạt điều chỉnh con số này. NHNN cũng đã nâng hệ số SML từ 30% lên 40%, đảo ngược lộ trình trước đó giảm tỷ lệ này từ 40% xuống 30% trong giai đoạn 2020-2023.
 - NHNN cũng đã ban hành Công văn số 5386 cho phép loại trừ tín dụng cấp cho 18 dự án cơ sở hạ tầng tư nhân được lựa chọn do Vingroup (VIC; Chưa khuyến nghị), Sun Group (Tư nhân/Chưa niêm yết) và Masterise (Tư nhân/Chưa niêm yết) phát triển khỏi giới hạn tăng trưởng tín dụng hàng năm của các NHTM do NHNN đặt ra.
- Ngày 27/6/2026: Chính phủ ban hành Nghị quyết số 168, giao cho NHNN và Bộ Tài chính phối hợp quản lý tiền gửi KBNN tại các NHTM để bổ sung thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Nghị quyết cũng trao cho Bộ Tài chính quyền tăng tiền gửi KBNN tại các NHTM vượt mức trần hiện tại là 50% số tiền nhàn rỗi của KBNN.

Chúng tôi đánh giá những động thái này là các biện pháp nới lỏng có chọn lọc nhằm hỗ trợ các lĩnh vực ưu tiên và sáng kiến quan trọng của Chính phủ để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng GDP thay vì nới lỏng trên diện rộng. Tác động có thể khác nhau giữa các ngân hàng, trong đó những ngân hàng có mức độ liên quan nhiều hơn hoặc có vị thế tốt hơn để tham gia vào các dự án mục tiêu được kỳ vọng sẽ hưởng lợi nhiều hơn so với những ngân hàng khác.

Trong ngắn hạn, những thay đổi này có thể hỗ trợ tâm lý thị trường nhờ dòng vốn được bơm thêm vào nền kinh tế. Một số ngân hàng có thể ghi nhận tăng trưởng tín dụng cao hơn, nguồn vốn cải thiện và qua đó hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận. Tuy nhiên, tác động lan tỏa trên diện rộng cũng như rủi ro tín dụng trong dài hạn sẽ phụ thuộc vào hiệu quả triển khai và tính khả thi về mặt kinh tế của các dự án mục tiêu này, do đó cần tiếp tục được theo dõi chặt chẽ.

Chúng tôi sẽ phân tích chi tiết hơn về những điểm này ở phần bên dưới.

Mở rộng tín dụng cho một số lĩnh vực bất động sản và các dự án cơ sở hạ tầng chọn lọc

Tín dụng cấp cho Nhà ở xã hội và KCN không được bao gồm vào hạn mức tăng trưởng tín dụng ngành BĐS

Biện pháp đầu tiên là loại trừ các khoản cho vay các dự án nhà ở xã hội và KCN khỏi giới hạn tăng trưởng tín dụng ngành BĐS. Giới hạn này được đặt ở mức không cao hơn tăng trưởng tín dụng bình quân của mỗi ngân hàng và không áp dụng cho các ngân hàng hỗ trợ ngân hàng "0 đồng". Chúng tôi cho rằng đây không phải một sự thay đổi cơ bản trong lập trường của NHNN mà chỉ làm rõ hơn chính sách, vì nhà ở xã hội và KCN đã luôn là những lĩnh vực ưu tiên chính sách.

Tác động: Điều này sẽ thúc đẩy tín dụng chảy vào các lĩnh vực ưu tiên mà không mở rộng mục tiêu tăng trưởng tín dụng tổng thể của từng ngân hàng hoặc mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống.

Mở rộng tín dụng cho 18 dự án cơ sở hạ tầng

Quyết định thứ hai, gần đây hơn và quan trọng hơn, là việc loại trừ tín dụng cấp cho 18 dự án chiến lược quốc gia được chỉ định, bao gồm 4 cụm dự án lớn, khỏi hạn mức tăng trưởng tín dụng của các ngân hàng. Các dự án này liên quan đến Sun Group, bao gồm cơ sở hạ tầng liên quan đến hội nghị APEC và một số dự án PPP; Vingroup và VinSpeed, bao gồm 2 dự án đường sắt cao tốc; và Tập đoàn Masterise, bao gồm Cảng hàng không Quốc tế Gia Bình. Tổng nhu cầu tín dụng cho các dự án này ước tính là 752 nghìn tỷ đồng trong 8 năm, tập trung chủ yếu trong 3 năm đầu, chiếm 85%

tổng nhu cầu vốn trong kỳ. Cho năm 2026, tổng nhu cầu vốn ước tính là 210 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 1,1% tổng tín dụng hệ thống tại thời điểm cuối năm 2025.

Tác động: Điều này sẽ mở rộng dư địa tăng trưởng tín dụng cho các ngân hàng cho vay đối với những dự án này đồng thời hỗ trợ tăng trưởng tín dụng của hệ thống ngân hàng trong năm 2026.

Hỗ trợ thanh khoản và quản lý thanh khoản linh hoạt hơn

Để hỗ trợ khả năng cấp tín dụng cho các dự án cơ sở hạ tầng ưu tiên của hệ thống ngân hàng trong bối cảnh điều kiện thanh khoản căng thẳng, các cơ quan chức năng đã đưa ra một số sửa đổi quan trọng như sau:

- **Nới lỏng quản lý thanh khoản bằng cách nâng trần hệ số SML:** NHNN đã nâng hệ số SML từ 30% lên 40%, mặc dù hầu hết các ngân hàng vẫn chưa chạm mức trần trước đó. Chúng tôi cho rằng đây vừa là biện pháp nới lỏng vừa là bước chuẩn bị để cho phép các ngân hàng tham gia vào các dự án cơ sở hạ tầng dài hạn. So với những tin đồn trước đó trên thị trường rằng tín dụng cho các dự án này có thể được loại trừ khỏi tính toán hệ số SML, việc nâng mức trần lên 40% cho thấy NHNN vẫn muốn duy trì một mức chặn thận trọng thay vì cho phép miễn trừ không giới hạn.
- **Hỗ trợ cơ sở tiền gửi của hệ thống ngân hàng:** Bằng cách cho phép cộng lại 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào tính toán hệ số LDR, và cho phép Thống đốc NHNN linh hoạt điều chỉnh tỷ lệ này, đồng thời Chính phủ cũng bày tỏ ý định bổ sung thêm tiền gửi KBNN vào cơ sở tiền gửi của các NHTM, chúng tôi cho rằng những biện pháp này nhằm tiến tới việc sử dụng nguồn vốn nhà nước hiệu quả hơn, hỗ trợ các ngân hàng tài trợ cho các dự án trọng điểm và cải thiện lưu thông tiền tệ.

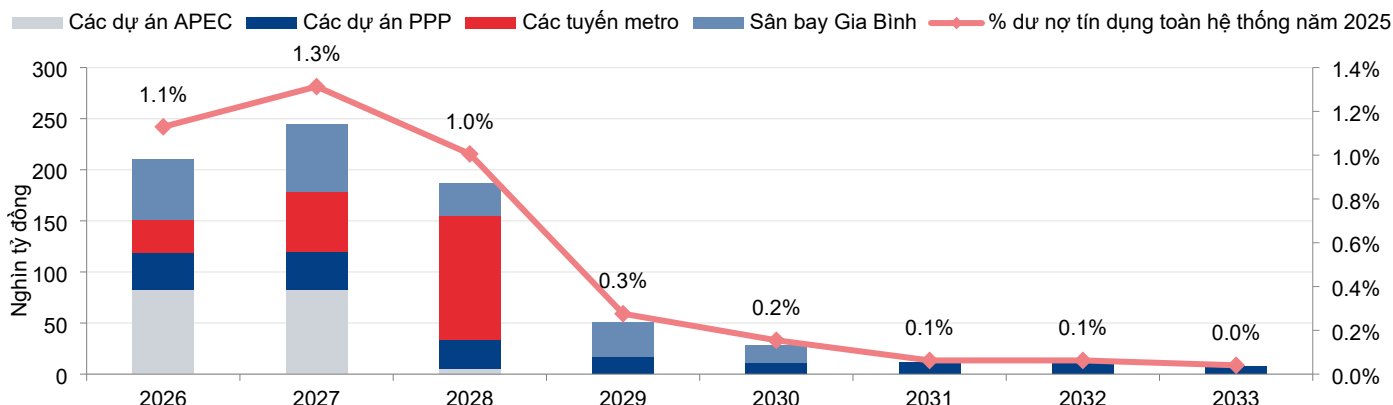
Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý những điều sau:

- Quy định của NHNN không đề cập đến bất kỳ khoản hỗ trợ nguồn vốn chuyên biệt nào cho các dự án này, điều này cho thấy **các ngân hàng vẫn chịu trách nhiệm huy động vốn**.
- Trách nhiệm **kiểm soát dòng tín dụng và rủi ro tín dụng thuộc về các ngân hàng**. Các NHTM phải đảm bảo các khoản giải ngân được sử dụng cho các dự án đã được phê duyệt, tổng tín dụng được cấp không vượt quá nhu cầu vốn của dự án và các báo cáo định kỳ phải được gửi cho NHNN.
- NHNN khuyến khích **cho vay hợp vốn đối với các dự án lớn**. Đối với rủi ro liên quan đến một tổ chức vay duy nhất hoặc các bên liên quan, các NHTM phải tiếp tục tuân thủ giới hạn quy định hiện hành (không thay đổi) và cần Thủ tướng chấp thuận nếu vượt giới hạn.

Nhìn chung, chúng tôi tin rằng động thái này của NHNN có thể được xem là một phần trong kế hoạch hành động rộng lớn hơn của Chính phủ nhằm đẩy nhanh các dự án trọng điểm, dự kiến sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng GDP trong năm nay và những năm tới.

Biểu đồ 2: Bốn cụm dự án hạ tầng trọng điểm (không tính vào hạn mức tăng trưởng tín dụng) và tỷ trọng so với dư nợ tín dụng toàn hệ thống năm 2025

Nhu cầu vốn của bốn cụm dự án hạ tầng trọng điểm ước khoảng 752 nghìn tỷ đồng trong vòng 8 năm, trong đó phần lớn tập trung trong 3 năm đầu



Ghi chú: Các dự án APEC và PPP liên quan đến Sun Group; các tuyến metro liên quan đến VinSpeed/Vingroup; và Sân bay Gia Bình liên quan đến Masterise
 Nguồn: NHNN, dữ liệu thị trường, HSC

Bảng 3: 18 dự án được đề cập trong Công văn 5386/NHNN-TD

STT	Dự án	Chủ đầu tư/ Đơn vị phát triển (*)	Tổng mức đầu tư ban đầu	Tổng mức đầu tư điều chỉnh (**)	Vốn CSH	Vốn huy động
Các dự án phục vụ Hội nghị APEC			122,308	215,603	38,455	169,724
1	Trung tâm Hội nghị APEC	Sun Group	21,860	25,030	5,006	20,024
2	Mở rộng Cảng hàng không quốc tế Phú Quốc	Sun Group	21,998	59,351	8,903	50,448
3	Khu đô thị hỗn hợp Bãi Đất Đỏ	Sun Group	64,000	101,400	20,280	81,120
4	Khu đô thị hỗn hợp và du lịch sinh thái Núi Ông Quán	Sun Group	5,500	19,316	3,863	15,453
5	Tuyến Metro đô thị số 1	Sun Group	8,950	10,506	403	2,679
Các dự án triển khai theo hình thức PPP			199,510		37,208	162,302
6	Khu liên hợp thể thao quốc gia Rạch Chiếc	Sun Group	145,629		29,126	116,503
7	Tuyến đường kết nối Sân bay Gia Bình với Hà Nội (đoạn qua Hà Nội)	Sun Group	28,794		4,319	24,475
8	Tuyến đường kết nối Sân bay Gia Bình với Hà Nội (đoạn qua Bắc Ninh, Km9+000 – Km27+766)	Sun Group	25,087		3,763	21,324
Các dự án đường sắt tốc độ cao			249,800		37,469	212,331
9	Tuyến đường sắt Bến Thành – Cần Giờ	Vingroup	102,430		15,364	87,066
10	Tuyến đường sắt Hà Nội – Quảng Ninh	Vingroup	147,370		22,105	125,265
Các dự án thuộc Sân bay quốc tế Gia Bình						207,782
11	Dự án Sân bay quốc tế Gia Bình	Masterise				112,998
12	Tháp kiểm soát không lưu (ATC)	Masterise				1,583
13	BT1 – Tuyến đường kết nối sân bay	Masterise				3,221
14	BT2 – Khu tái định cư	Masterise				8,990
15	BT3 – Khôi phục hạ tầng (sông ngòi, điện, trường học...)	Masterise				7,544
16	Dự án đối ứng cho BT1					19,679
17	Dự án đối ứng cho BT2					25,935
18	Dự án đối ứng cho BT3					27,832
Tổng, toàn bộ các dự án						752,139

Ghi chú: (*) Thông tin về các dự án được tổng hợp từ báo cáo của ba doanh nghiệp tại Công văn số 286/2026/CV-SHD của Sun Group, Công văn số 122/2026/CV-MAI của MAI (Masterise) và Công văn số 372/2026/CV-VGR của Vingroup, đều đề ngày 04/06/2026. (**) Sun Group hiện đang hoàn tất các thủ tục để trình cấp có thẩm quyền phê duyệt việc điều chỉnh tăng tổng mức đầu tư của các dự án.
 Nguồn: Công văn 5386/NHNN-TD, HSC

Tác động tới hệ thống ngân hàng

Một số đối tượng hưởng lợi nhất định từ việc nới lỏng hệ số SML

Thông tư 25/2026/TT-NHNN nâng hệ số SML lên 40% từ 30%, có hiệu lực từ tháng 7/2026. Trên thực tế, động thái này đảo ngược lộ trình điều chỉnh kéo dài một thập kỷ trước đó, theo đó mức trần được hạ dần từ 60% xuống 30% trong giai đoạn 2015-2023.

Trên toàn hệ thống, hệ số SML ở mức khoảng 28% tính đến tháng 11/2024 (NHNN chưa cập nhật số liệu mới hơn), trong đó hệ số này của các NHTM có vốn nhà nước ở mức 24% và các NHTM tư nhân ở mức 40% (có thể bị ảnh hưởng bởi trường hợp của SCB). Trong số 14 ngân hàng trong phạm vi phân tích của chúng tôi, hệ số SML bình quân đạt 24,8% tại thời điểm cuối năm 2025, thấp hơn đáng kể so với mức trần 30% trước đó. Trong đó, hệ số SML bình quân của các NHTM có vốn nhà nước trong phạm vi phân tích đạt bình quân 25,2%, trong khi các NHTM tư nhân ở mức 24,7%.

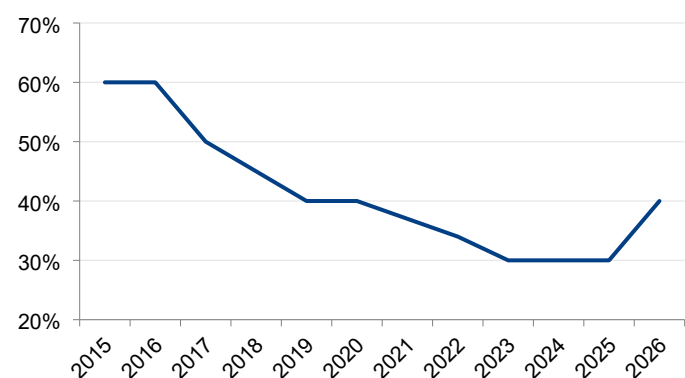
Những tác động chính:

- Giảm áp lực huy động: Giảm nhu cầu huy động tiền gửi dài hạn chi phí cao trong bối cảnh thanh khoản căng thẳng và lãi suất cao.
- Mở rộng dư địa cho vay: Hỗ trợ khả năng tài trợ cho các dự án cơ sở hạ tầng và BĐS dài hạn của các NHTM.
- Dư địa đáng kể: Chúng tôi ước tính mức trần mới có thể giúp dư địa cho vay trung và dài hạn của các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi tăng thêm 1.300 nghìn tỷ đồng (từ 670 nghìn tỷ đồng).

Tuy nhiên, tác động này có thể mang tính chọn lọc. Các ngân hàng tích cực tham gia vào các dự án mục tiêu hoặc tỷ trọng cho vay ngành BĐS cao hơn sẽ có vị thế tốt nhất để tận dụng dư địa bổ sung. Những ngân hàng khác có thể sẽ thận trọng hơn, ưu tiên sự ổn định bằng cân đối và hướng đến tuân thủ các yêu cầu của Basel III, đặc biệt là tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng NSFR tối thiểu 100%.

Biểu đồ 4: Trần hệ số SML trong 10 năm qua

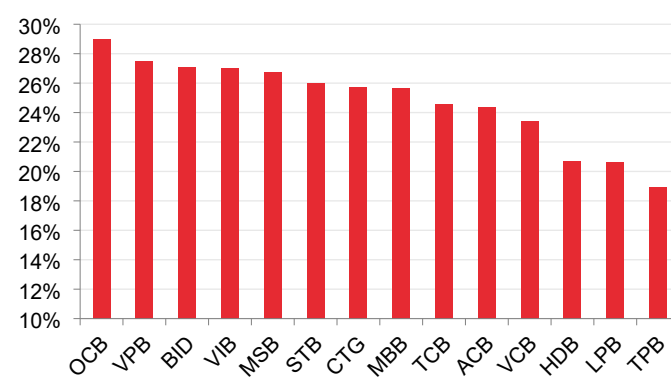
Mức trần tỷ lệ SML đã được nâng trở lại mức của năm 2020



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 5: Hệ số SML năm 2025, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Tác động của việc nới trần tỷ lệ SML sẽ có sự khác biệt giữa các ngân hàng



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 6: Dư địa tối đa để mở rộng cho vay trung và dài hạn theo trần tỷ lệ SML cũ và mới tại các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Việc nâng trần tỷ lệ SML lên 40% có thể giúp các ngân hàng tăng thêm khoảng 1.300 nghìn tỷ đồng dư địa cho vay trung và dài hạn

Tỷ đồng	Hệ số SML	Dư nợ cho vay trung và dài hạn hiện tại	Dư địa tối đa để mở rộng cho vay trung và dài hạn		
			Theo trần 30% (cũ)	Theo trần 40% (mới)	Chênh lệch
OCB	29.0%	144,037	2,287	25,154	22,867
VPB	27.5%	455,382	21,230	106,150	84,920
BID	27.1%	808,220	70,745	313,023	242,278
VIB	27.0%	196,463	12,478	54,071	41,593
MSB	26.7%	106,538	11,100	45,149	34,049
STB	26.0%	195,931	33,030	115,605	82,575
CTG	25.7%	651,693	81,214	270,083	188,869
MBB	25.7%	411,778	43,017	142,824	99,807
TCB	24.6%	438,652	33,778	96,329	62,551
ACB	24.4%	229,786	47,881	133,383	85,502
VCB	23.4%	601,215	130,696	328,721	198,025
HDB	20.7%	213,022	68,355	141,855	73,500
LPB	20.6%	146,719	48,729	100,734	52,005
TPB	18.9%	165,727	39,318	74,836	35,518
Tổng	24.8%	4,765,161	643,858	1,947,917	1,304,060

Ghi chú: HSC tính toán dựa trên số liệu mới nhất của ngân hàng mẹ tại thời điểm cuối năm 2025
Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Các kịch bản về hỗ trợ nguồn vốn tiềm năng

Theo Nghị quyết 168/2026/NQ-CP, Chính phủ đã cho phép Bộ Tài chính quyết định mức trần cho khoản tiền gửi từ nguồn vốn tạm thời nhàn rỗi của KBNN vào các NHTM, có thể cao hơn mức trần 50% hiện tại. Tổng số dư của KBNN hiện ước tính khoảng 1.500 nghìn tỷ đồng và tiền gửi tại các NHTM đã gần chạm giới hạn hiện tại, trong đó khoảng 720 nghìn tỷ đồng đang gửi tại 4 ngân hàng lớn nhất. Do đó, việc điều chỉnh tăng mức trần có thể hỗ trợ thanh khoản đáng kể cho hệ thống ngân hàng.

Tác động chính:

- Trần tiền gửi KBNN tăng mỗi 10 điểm phần trăm sẽ tương đương khoảng 150 nghìn tỷ đồng có thể bơm vào hệ thống ngân hàng, bằng khoảng 0,9% tổng tiền gửi hệ thống và khoảng 5,7% chênh lệch tiền gửi - tín dụng (tại thời điểm cuối tháng 6).
- Đối với tính toán hệ số LDR, mỗi 10 điểm phần trăm hệ số này tăng lên có thể bổ sung thêm vào cơ sở tiền gửi:
 - Khoảng 30 nghìn tỷ đồng theo quy định hiện hành được phép bao gồm 20%, hoặc
 - Tối đa khoảng 150 nghìn tỷ đồng nếu NHNN cho phép bao gồm toàn bộ.

Như đã phân tích ở trên, những biện pháp này dường như được thiết kế để hỗ trợ các ngân hàng huy động vốn cho các dự án trọng điểm. Chúng tôi nhận thấy hai kênh triển khai tiềm năng bao gồm:

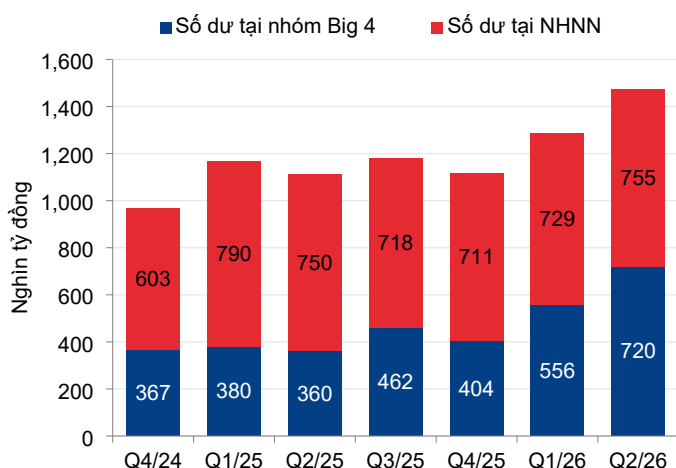
- **Kịch bản thứ nhất:** Bộ Tài chính có thể tiếp tục gửi tiền chủ yếu vào các NHTM có vốn nhà nước, sau đó những ngân hàng này có thể hỗ trợ cho các ngân hàng tham gia vào các dự án này thông qua nguồn vốn LNH hoặc các kênh tài trợ khác.
- **Kịch bản thứ hai:** Bộ Tài chính có thể trực tiếp bơm vốn cho các ngân hàng theo tỷ lệ cam kết cho vay tại các dự án này. Điều này sẽ giúp các ngân hàng tham gia có đủ nguồn lực trong điều kiện thanh khoản căng thẳng hiện nay. Trong kịch bản này, các ngân hàng tham gia vào các dự án trọng điểm có thể tăng trưởng tín dụng cao hơn và hỗ trợ tài chính tốt hơn.

Trong cả hai kịch bản này, chúng tôi cho rằng thanh khoản sẽ không được bơm mạnh và một lần duy nhất. Thay vào đó, sự hỗ trợ nhiều khả năng sẽ theo từng đợt và từng trường hợp cụ thể. Điều này có thể giúp đảm bảo các dự án trọng điểm có đủ nguồn vốn để triển khai, đồng thời hạn chế tác động đến các biến số vĩ mô rộng hơn như tỷ giá và lạm phát.

Ngoài ra, [các thông tin truyền thông](#) gần đây cho thấy NHNN đang xem xét **tái cấp vốn cho các khoản cho vay nhà ở xã hội và các dự án trọng điểm**. Mặc dù có cấu trúc tương tự như kịch bản thứ hai, cách tiếp cận này sẽ dựa vào nguồn vốn của NHNN thay vì KBNN. Chúng tôi cho rằng điều này kém tích cực hơn vì thanh khoản mới sẽ được bơm vào hệ thống thay vì tái sử dụng các khoản tiền nhàn rỗi hiện có, từ đó có thể làm tăng sức ép lên tỷ giá và lạm phát.

Biểu đồ 7: Số dư tiền gửi của KBNN tại NHNN và nhóm Big 4

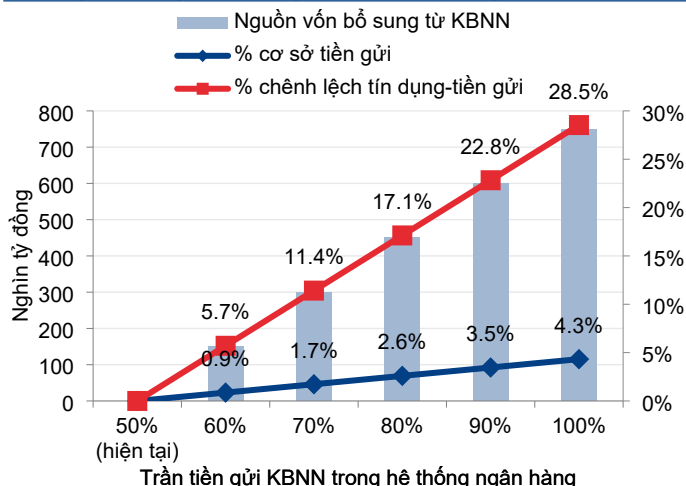
Tổng số dư tiền gửi của KBNN hiện ước tính đạt khoảng 1.500 nghìn tỷ đồng...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 8: Các kịch bản về nguồn vốn bổ sung từ tiền gửi của KBNN

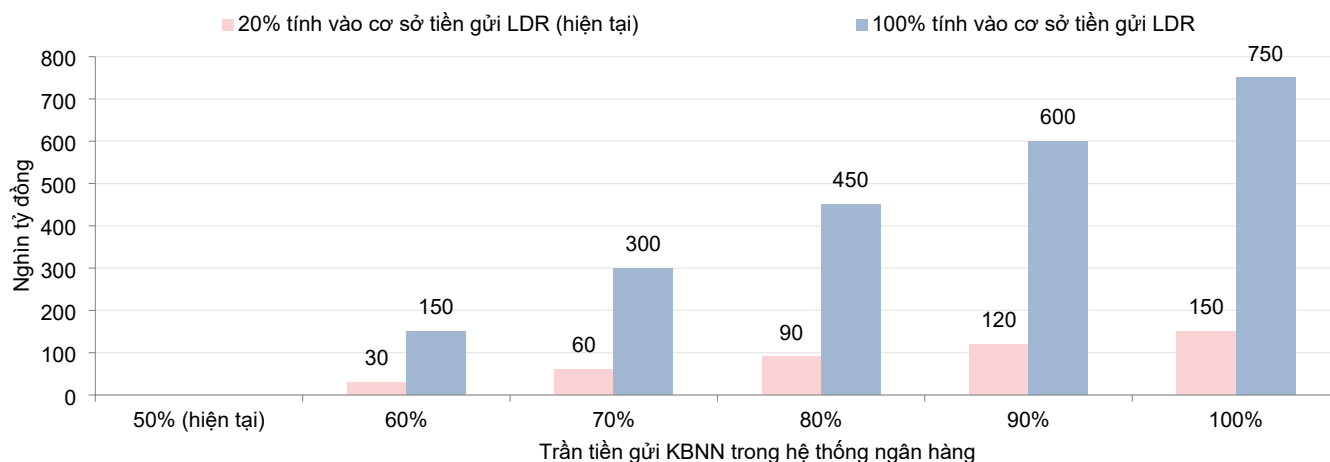
...; việc nâng trần tiền gửi của KBNN trong hệ thống ngân hàng có thể giải phóng một lượng thanh khoản đáng kể



Nguồn: NHNN, dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 9: Các kịch bản về mức tiền gửi bổ sung của KBNN được tính vào tỷ lệ LDR (mức tối thiểu và tối đa)

Mỗi khi trần tiền gửi tăng thêm 10 điểm phần trăm, cơ sở tiền gửi của các ngân hàng có thể tăng thêm từ 30-150 nghìn tỷ đồng (trong trường hợp 100% tiền gửi được tính vào tỷ lệ LDR)



Nguồn: Dữ liệu thị trường, HSC

Triển vọng lãi suất

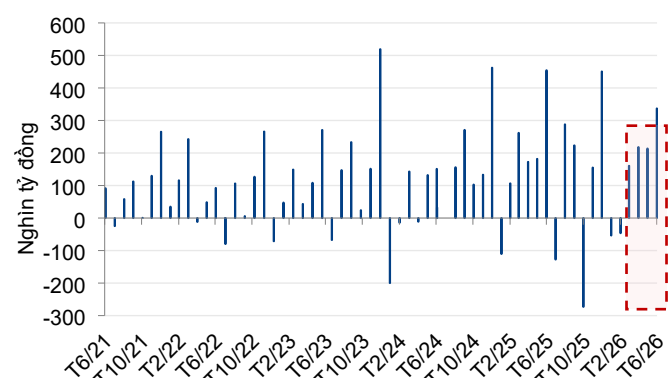
Tăng trưởng tiền gửi đã cho thấy dấu hiệu cải thiện với tiền gửi hàng tháng tăng tốc kể từ cuối tháng 3, cho thấy điều kiện huy động đã thuận lợi hơn so với 2 tháng đầu năm. Điều này có thể cho thấy sức hấp dẫn của tiền gửi đã cải thiện sau các đợt tăng lãi suất gần đây, cũng như đảo ngược xu hướng chảy ra khỏi hệ thống ngân hàng của dòng tiền. Theo BLĐ CTG (Mua vào, giá mục tiêu 34.400đ), sau khi tiền mặt bị rút ra đáng kể, khoảng 500-600 nghìn tỷ đồng từ cuối năm 2025 đến đầu năm 2026, điều kiện đã bắt đầu cải thiện vào tháng 4, với ước tính khoảng 60-70 nghìn tỷ đồng đã quay trở lại hệ thống ngân hàng.

Tuy nhiên, mặc dù đã có dấu hiệu hạ nhiệt nhưng chênh lệch tín dụng - tiền gửi vẫn ở mức cao khoảng 2.600 nghìn tỷ đồng. Khoản hỗ trợ tiềm năng từ tiền gửi KBNN có

thể giúp giảm thâm hụt nhưng khó có thể giải quyết hoàn toàn áp lực huy động trên toàn hệ thống trong bối cảnh nhu cầu tín dụng vẫn cao. Các biện pháp hỗ trợ được đề xuất có vẻ chủ yếu hướng đến các dự án trọng điểm được lựa chọn, trong khi nhu cầu tín dụng rộng hơn trên toàn nền kinh tế vẫn cần được tài trợ. Cuộc đua huy động vẫn rất gay gắt, trong đó nhiều nhà phát triển BĐS lớn đã phát hành TPDN với lợi suất tương đối cao, điều này có thể hạn chế khả năng giảm đáng kể lãi suất tiền gửi (Mời xem báo cáo gần đây của HSC về [Thị trường TPDN tháng 5: Phát hành giảm tốc trong bối cảnh lợi suất cao](#)).

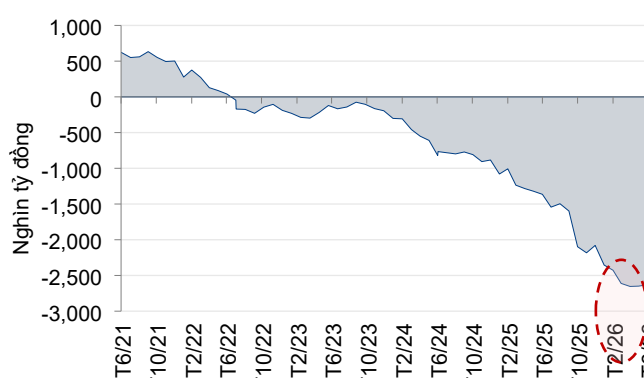
Do đó, chúng tôi kỳ vọng lãi suất sẽ ổn định ở mức hiện tại. Trong kịch bản thuận lợi hơn, nếu nguồn vốn hỗ trợ đủ lớn, lãi suất có thể giảm nhẹ trong một đến hai quý tới. Tuy nhiên, lãi suất có thể cần thêm động lực để giảm bền vững hơn, như chênh lệch tín dụng - tiền gửi tiếp tục thu hẹp so với quý trước và cán cân thanh toán thuận lợi hơn, điều này sẽ giúp ổn định tỷ giá khi chênh lệch lãi suất VND-USD thu hẹp.

Biểu đồ 10: Biến động số dư tiền gửi so với tháng trước, hệ thống ngân hàng Việt Nam
Đà huy động vốn đang cải thiện...



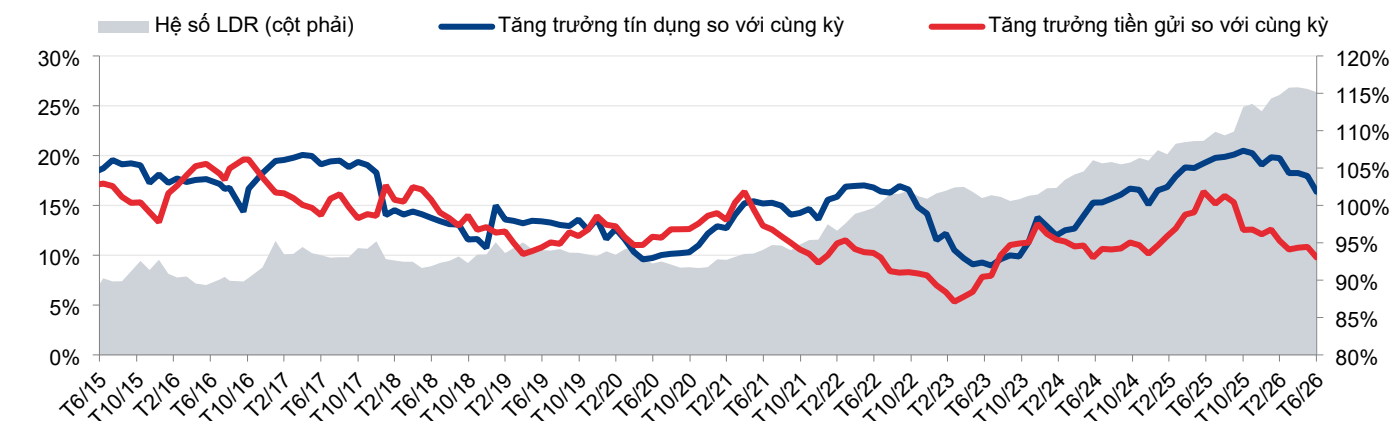
Nguồn: NHNN, dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 11: Chênh lệch tín dụng-tiền gửi, hệ thống ngân hàng Việt Nam
...qua đó giúp kiểm chế áp lực chênh lệch tín dụng - tiền gửi



Nguồn: NHNN, dữ liệu thị trường, HSC

Biểu đồ 12: Hệ số LDR, hệ thống ngân hàng Việt Nam
Tỷ lệ LDR đã duy trì ở mức 115% kể từ tháng 3



Nguồn: NHNN, dữ liệu thị trường, HSC

Tác động lên các NHTM trong phạm vi phân tích của chúng tôi

HSC tin rằng tác động lên các ngân hàng sẽ mang tính chọn lọc thay vì trên diện rộng. Những thay đổi về quy định có thể sẽ phục vụ các NHTM tham gia vào một số dự án được lựa chọn, những ngân hàng có định hướng rõ ràng về cho vay cơ sở hạ tầng hoặc những ngân hàng có tỷ trọng cho vay cao đối với ngành BĐS để hưởng lợi từ việc nâng mức trần hệ số SML. Những ngân hàng này có thể bao gồm NVB (Chưa khuyến nghị); liên kết với Sun Group; TCB (Mua vào, giá mục tiêu 44.500đ), liên kết với Masterise/Vingroup và có tỷ trọng cho vay đáng kể với ngành BĐS; các NHTM có vốn nhà nước; và MBB (Mua vào, giá mục tiêu 31.800đ), có định hướng tập trung cho vay cơ sở hạ tầng. Các ngân hàng hưởng lợi khác có thể bao gồm STB (Giảm tỷ

trọng, giá mục tiêu 61.000đ); LPB (Bán ra, giá mục tiêu 24.900đ), có xu hướng tăng cường hợp tác với Vingroup; cùng các ngân hàng khác có mối quan hệ chặt chẽ với các tập đoàn BĐS lớn như VPB (Mua vào, giá mục tiêu 36.800đ) và HDB (Mua vào, giá mục tiêu 33.000đ).

Trong ngắn hạn, những thay đổi chính sách có thể hỗ trợ tâm lý đối với một số ngân hàng được lựa chọn do những điều chỉnh này có thể cung cấp thêm dư địa tăng trưởng tín dụng và hỗ trợ huy động. Những NHTM tham gia vào các dự án trọng điểm cũng có thể được giảm bớt áp lực nhờ việc nâng giới hạn hệ số SML và tiềm năng nhận được khoản tiền gửi trực tiếp từ KBNN.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng những biện pháp này sẽ không tác động tích cực đồng đều lên tất cả các ngân hàng. Tác động thực tế sẽ phụ thuộc vào vai trò của mỗi ngân hàng trong các dự án cụ thể, tình hình tài chính, năng lực bảng cân đối, rủi ro tập trung và khả năng quản lý chất lượng tài sản dài hạn. Mặc dù tăng trưởng tín dụng của các NHTM tham gia có thể sẽ cao hơn nhưng rủi ro cũng gia tăng tương ứng vì NHNN dường như không chuyển rủi ro dự án ra khỏi bảng cân đối của các ngân hàng.

Đối với các ngân hàng ít liên quan đến các dự án này, chúng tôi cho rằng tác động trực tiếp sẽ hạn chế, trừ khi những ngân hàng này tham gia vào các khoản vay hợp vốn khi các ngân hàng tham gia chính chạm giới hạn cho vay một khách hàng (hiện ở mức 13%, giảm xuống 10% vào năm 2029) hoặc giới hạn cho vay nhóm khách hàng liên quan (hiện ở mức 21% vốn CSH, giảm xuống 15% vào năm 2029). Trong kịch bản cơ sở của chúng tôi, những ngân hàng này được kỳ vọng sẽ tiếp tục tập trung vào các phân khúc cốt lõi, sự ổn định nguồn vốn và các quy định quản trị rủi ro thận trọng, đặc biệt là việc chuẩn bị cho Basel III và hệ số NSFR. Nhìn chung, chúng tôi đánh giá những động thái chính sách này sẽ nhằm hỗ trợ cho một số hoạt động cho vay chọn lọc, một số ngân hàng nhất định và thanh khoản ngắn hạn, thay vì một chu kỳ nói lỏng trên diện rộng cho toàn ngành.

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 W: www.hsc.com.vn