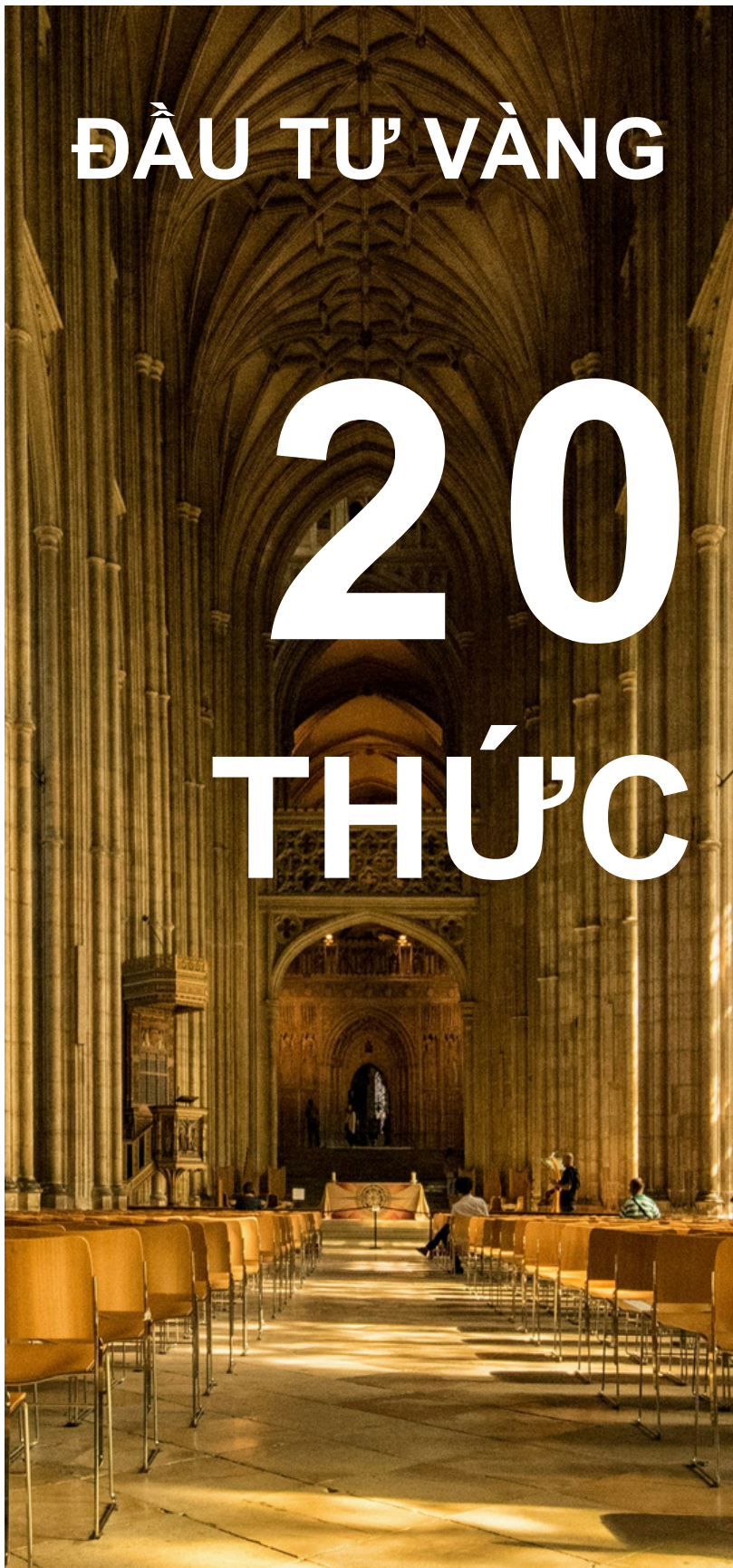


BÁO CÁO

ĐẦU TƯ VÀNG

TRIỂN VỌNG

2026
THỨC THỜI



| TÓM TẮT

Năm 2026 tiếp tục là một giai đoạn thuận lợi cho đà tăng của giá vàng khi kim loại này đóng vai trò là tài sản phòng thủ quan trọng, trong bối cảnh môi trường kinh tế – địa chính trị toàn cầu có mức độ bất định cao, chính sách tiền tệ Mỹ có xu hướng nới lỏng. Ở thị trường trong nước, chênh lệch giá vàng (GAP) vẫn là biến số rủi ro quan trọng đối với các chiến lược đầu cơ ngắn hạn, song được kỳ vọng thu hẹp dần trong trung hạn nhờ điều chỉnh chính sách.

Hàm ý đầu tư vàng:

- **Ngắn hạn: Rủi ro mua ở vùng giá cao gia tăng**, do: (i) giá vàng đã tiệm cận kịch bản dự phóng cao, và (ii) GAP có xu hướng biến động mạnh, đặc biệt trong các tháng đầu năm.
- **Dài hạn: Vàng tiếp tục phù hợp để phân bổ chiến lược** trong danh mục. Kết quả backtest cho thấy danh mục nắm giữ ~10% vàng đạt CAGR cao hơn, độ biến động và drawdown thấp hơn so với danh mục không có vàng.



I. NHỮNG LÀN GIÓ THUẬN CHIỀU NÂNG ĐỒI GIÁ VÀNG

1. Tình hình kinh tế - chính trị toàn cầu dự kiến tiếp tục diễn biến phức tạp trong năm 2026
2. Kỳ vọng Fed hạ lãi suất năm 2026: Động lực hỗ trợ xu hướng tăng của giá vàng
3. Nhu cầu của các quỹ ETF và NHTW thúc đẩy giá vàng tăng

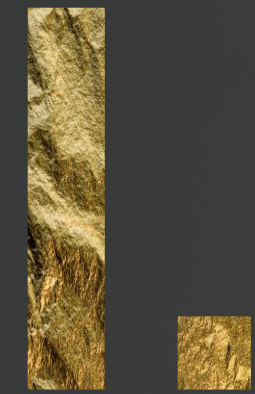
II. CHÊNH LỆCH GIÁ VÀNG: ĐIỂM GIAO CHÍNH SÁCH VÀ TÂM LÝ

1. Các yếu tố tác động đến chênh lệch giá vàng Việt Nam và thế giới
2. GAP thường mở rộng trong những giai đoạn giá vàng tăng nóng
3. Thay đổi trong pháp lý kỳ vọng sẽ giải quyết vấn đề GAP vàng

III. PHÂN BỐ VÀNG TRONG DANH MỤC

IV. PHỤ LỤC





NHỮNG LÀN GIÓ THUẬN CHIỀU NÂNG ĐỠ GIÁ VÀNG



TÓM TẮT:

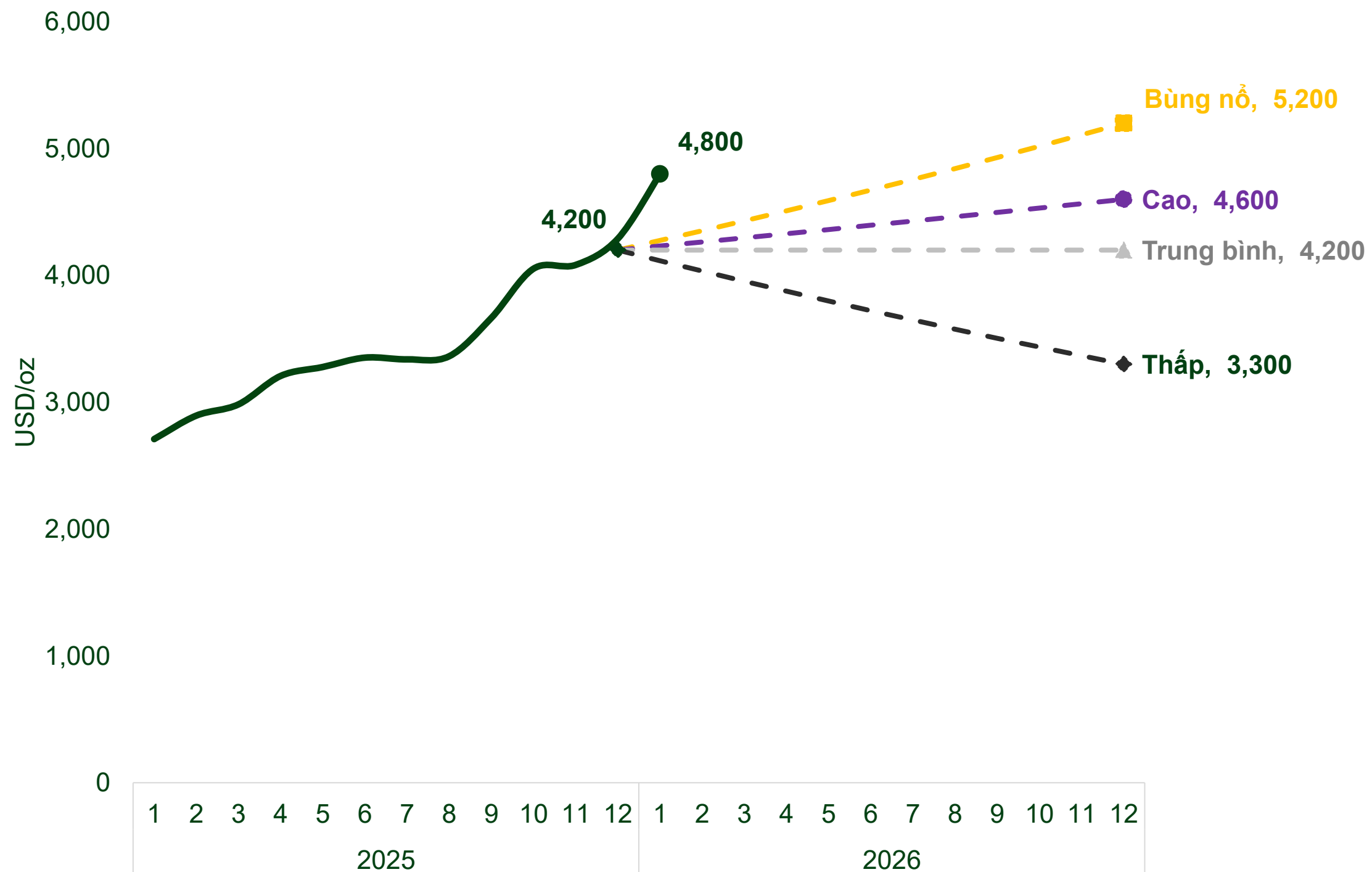
Giá vàng năm 2026 được dự phóng đạt khoảng 4.600–5.200 USD/oz (tại kịch bản cao nhất), được hỗ trợ bởi các yếu tố sau:

(i) Nhu cầu tích trữ vàng với vai trò tài sản phòng thủ từ tất cả các chủ thể chính trên thị trường, bao gồm nhà đầu tư cá nhân, các quỹ đầu tư và ngân hàng trung ương (NHTW). Bối cảnh rủi ro địa chính trị và kinh tế toàn cầu gia tăng, nổi bật là nguy cơ lan rộng của các xung đột vũ trang, căng thẳng thương mại leo thang và xu hướng suy yếu của đồng USD.

(ii) Nguồn cung vàng tăng trưởng chậm, duy trì tốc độ khoảng 1%/năm trong giai đoạn 2020–2025, qua đó hạn chế khả năng cân bằng cung – cầu trong trung hạn (Phụ lục).

Biểu đồ 1: Giá vàng dự phóng tiếp tục tăng trong năm 2026

Tổng hợp các kịch bản dự phóng giá vàng năm 2026 của WGC và các định chế tài chính lớn



Nguồn: Aseansc Research tổng hợp

Bước sang 2026, đà tăng của giá vàng vẫn được hỗ trợ bởi nhu cầu đầu tư và dự trữ của các NHTW trong bối cảnh **bất ổn trong kinh tế, chính trị và sự yếu đi của đồng USD**, cụ thể:

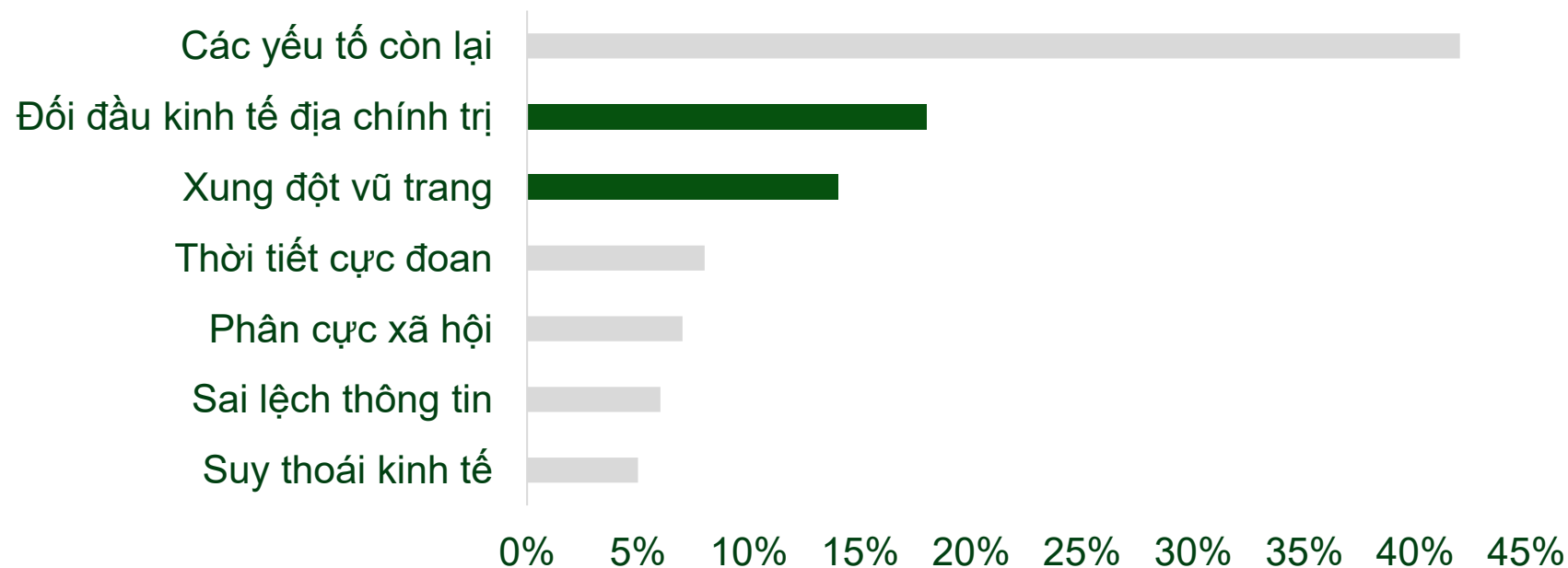
1. Tình hình kinh tế - chính trị toàn cầu dự kiến tiếp tục diễn biến phức tạp trong năm 2026

Theo *World Economic Forum (WEC)*, **đối đầu kinh tế (gloeconomic confrontation)** là mối quan ngại hàng đầu của hơn 1.300 chuyên gia tham gia khảo sát, với sự đồng thuận cao nhất ở 18%. Yếu tố này có thể kích hoạt khủng hoảng nghiêm trọng ở quy mô toàn cầu vào năm 2026.

Thứ hạng của rủi ro này tăng hai bậc so với năm trước phản ánh mức độ gia tăng nhanh chóng của căng thẳng kinh tế–địa chính trị trên phạm vi toàn cầu.

Biểu đồ 2: Đối đầu kinh tế và xung đột vũ trang là 2 rủi ro hàng đầu

Xếp hạng 33 rủi ro toàn cầu trong năm 2026

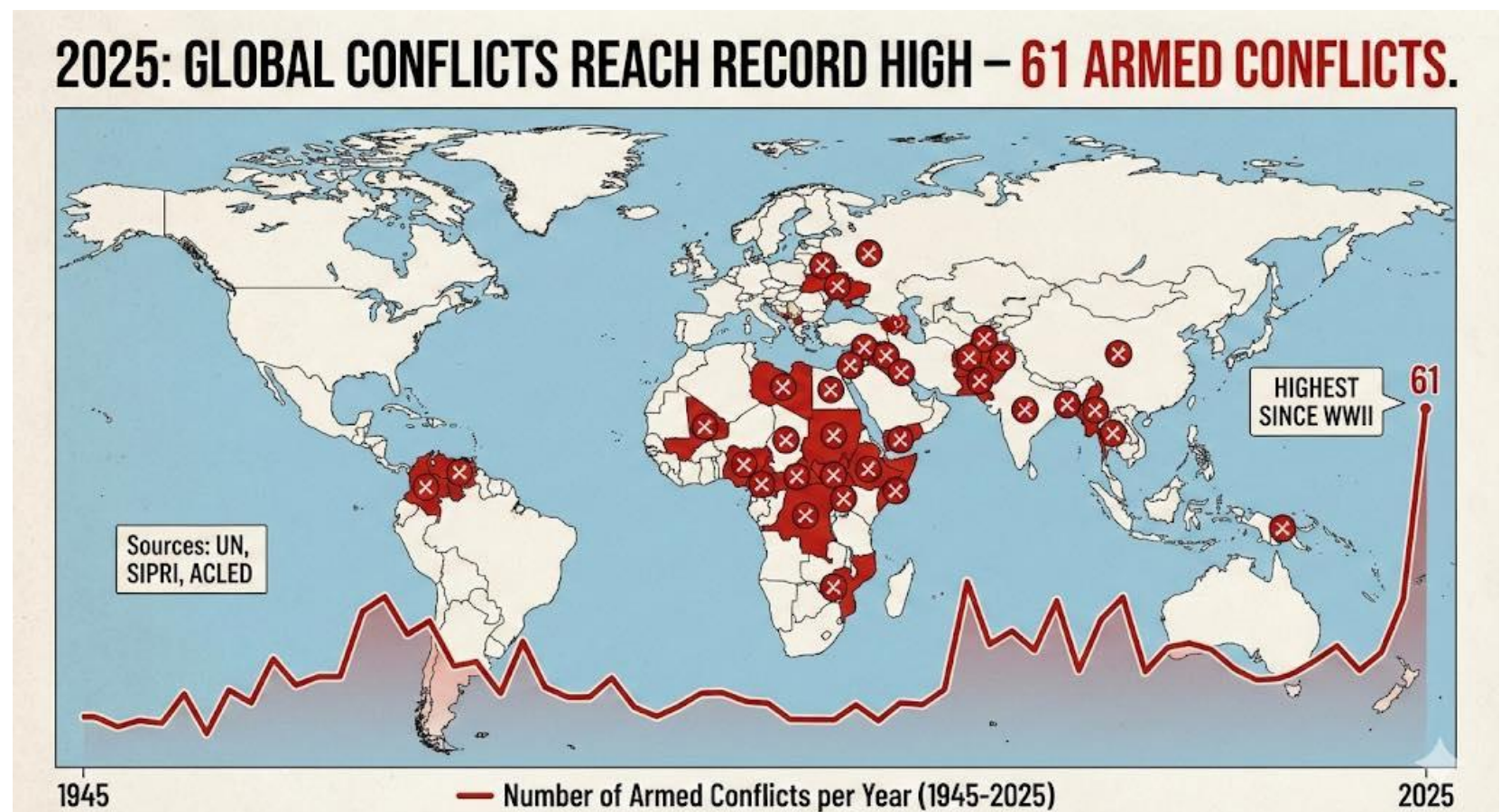


Nguồn: World Economic Forum

Xếp sau đó là **xung đột vũ trang giữa các quốc gia** (state-based armed conflict), được 14% số người trả lời khảo sát lựa chọn, cho thấy rủi ro an ninh, xung đột địa chính trị vẫn tiếp tục là một nguồn bất ổn lớn trong cấu trúc trật tự quốc tế hiện nay.

Chúng tôi cho rằng sự mở rộng về số lượng và quy mô của những đối đầu về kinh tế và xung đột vũ trang thể hiện sự thay đổi căn bản trong quan điểm đối ngoại của các quốc gia – chuyển dịch từ hợp tác kinh tế sang đối đầu trực diện. **Định hướng này sẽ xuyên suốt trong 2026 trong bối cảnh...**

Biểu đồ 3: Năm 2025 có nhiều cuộc xung đột nhất kể từ sau 1945



Nguồn: Aseansc Research,

...Thông điệp rất rõ ràng từ các siêu cường: An ninh quốc gia hiện tại được đặt cao hơn lợi ích kinh tế. Thay đổi này được thể hiện rất rõ ràng qua:

(i) Sự bùng nổ về số lượng và quy mô xung đột. Tính đến tháng 1/2026, thế giới ghi nhận ~61 cuộc xung đột vũ trang đang diễn ra – mức cao nhất kể từ sau Thế chiến II (so với mức trung bình 40-50 cuộc trong thập kỷ 2010s). Trong đó, điển hình là: Israel vs Iran (6/2025) - tấn công trực tiếp vào lãnh thổ đối phương, thay vì các cuộc xung đột nhỏ. Mỹ vs Venezuela (3/1/2026) - sự kiện quân đội Mỹ tấn công Caracas là minh chứng rõ nhất cho sự leo thang vũ trang và can thiệp quân sự để thay đổi thể chế chính trị.

(ii) Sự "cứng rắn" trong quan điểm lãnh đạo. Các nhà lãnh đạo cứng rắn đang có được sự ủng hộ cao hơn, thể hiện qua các trường hợp điển hình:

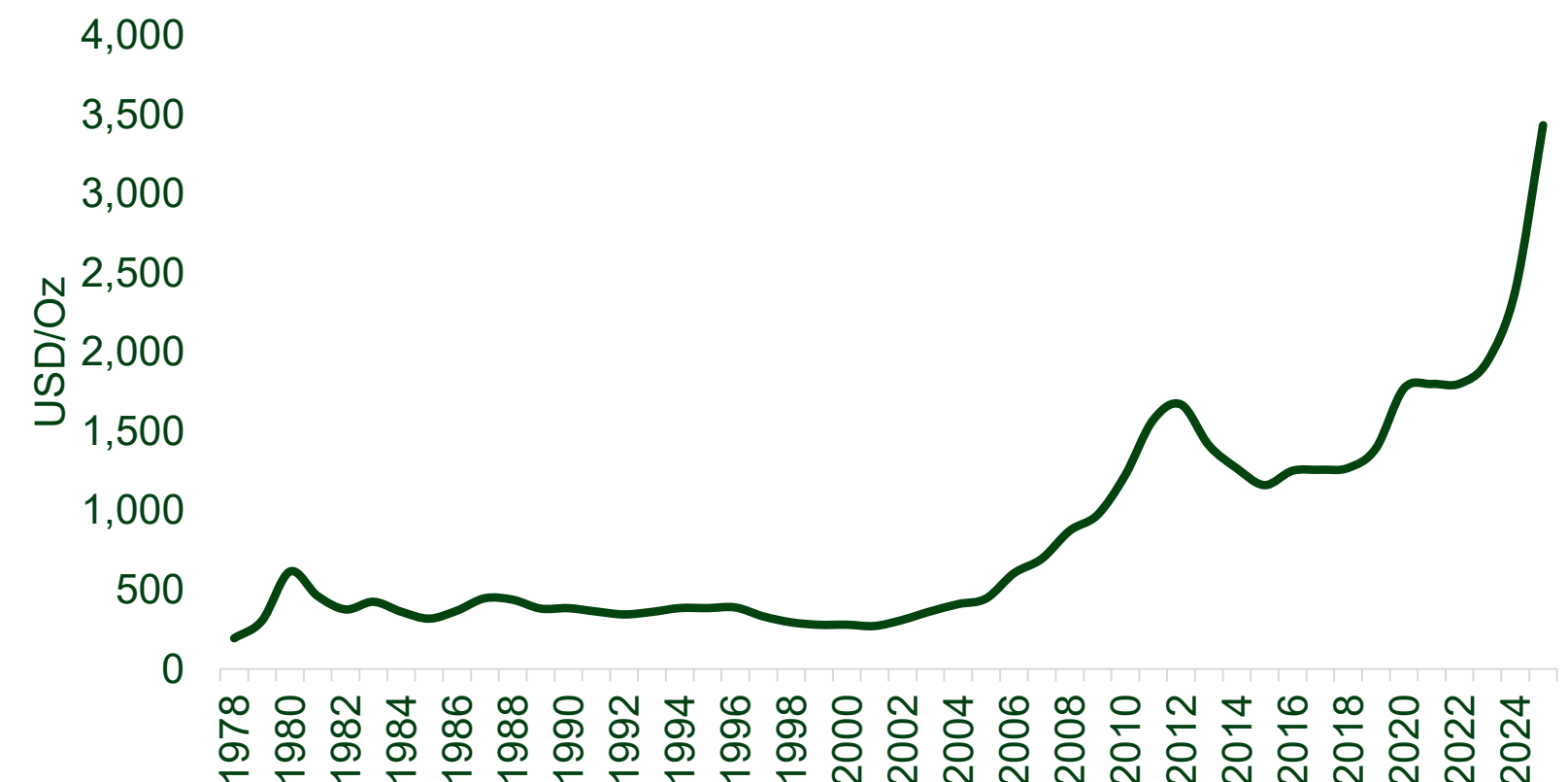
- Nhật Bản: Thủ tướng Sanae Takaichi với học thuyết "An ninh Đài Loan là an ninh Nhật Bản", sẵn sàng tăng ngân sách quốc phòng vượt 2% GDP và trang bị khả năng tấn công tầm xa – điều hiếm khi xảy ra trong 3 thập kỷ gần đây.
- Mỹ: Sự trở lại của chính sách can thiệp mạnh tay dưới thời chính quyền Trump 2.0. Ông đã thực hiện các chính sách cứng rắn cả về thương mại và gần đây là vũ trang để tăng cường lợi thế cho Mỹ.
- Trung Quốc: Chiến dịch "Justice Mission 2025" không còn là tập trận răn đe mà là diễn tập phong tỏa thực tế, với tần suất xâm nhập vùng nhận dạng phòng không của đối phương tăng 300% so với năm 2023.

Giá vàng kỳ vọng được hỗ trợ trong bối cảnh trên. Trong quá khứ, có 4 lần giá vàng tăng mạnh tương ứng với những thời điểm khủng hoảng lớn về kinh tế, chính trị. Từ Cách mạng Iran (1980), khủng hoảng tài chính toàn cầu (2008), khủng hoảng nợ châu Âu (2010-2011), đại dịch COVID-19 (2019-2020) đến các xung đột địa chính trị leo thang giai đoạn 2022–2025.

Mỗi lần trải qua một cú sốc lớn giá vàng đều tiến lên mặt bằng định giá mới do làn sóng nới lỏng tiền tệ quy mô lớn làm suy giảm niềm tin vào tiền pháp định và hệ thống tài chính. Theo đó, ngày càng củng cố vai trò tài sản phòng thủ của cả nhà đầu tư và các NHTW.

Biểu đồ 4: Vàng tái định giá sau mỗi cú sốc kinh tế, chính trị lớn

Diễn biến giá vàng từ 1980 - 2025



Nguồn: Aseansc Research,

2. Kỳ vọng Fed hạ lãi suất năm 2026: Động lực hỗ trợ xu hướng tăng của giá vàng

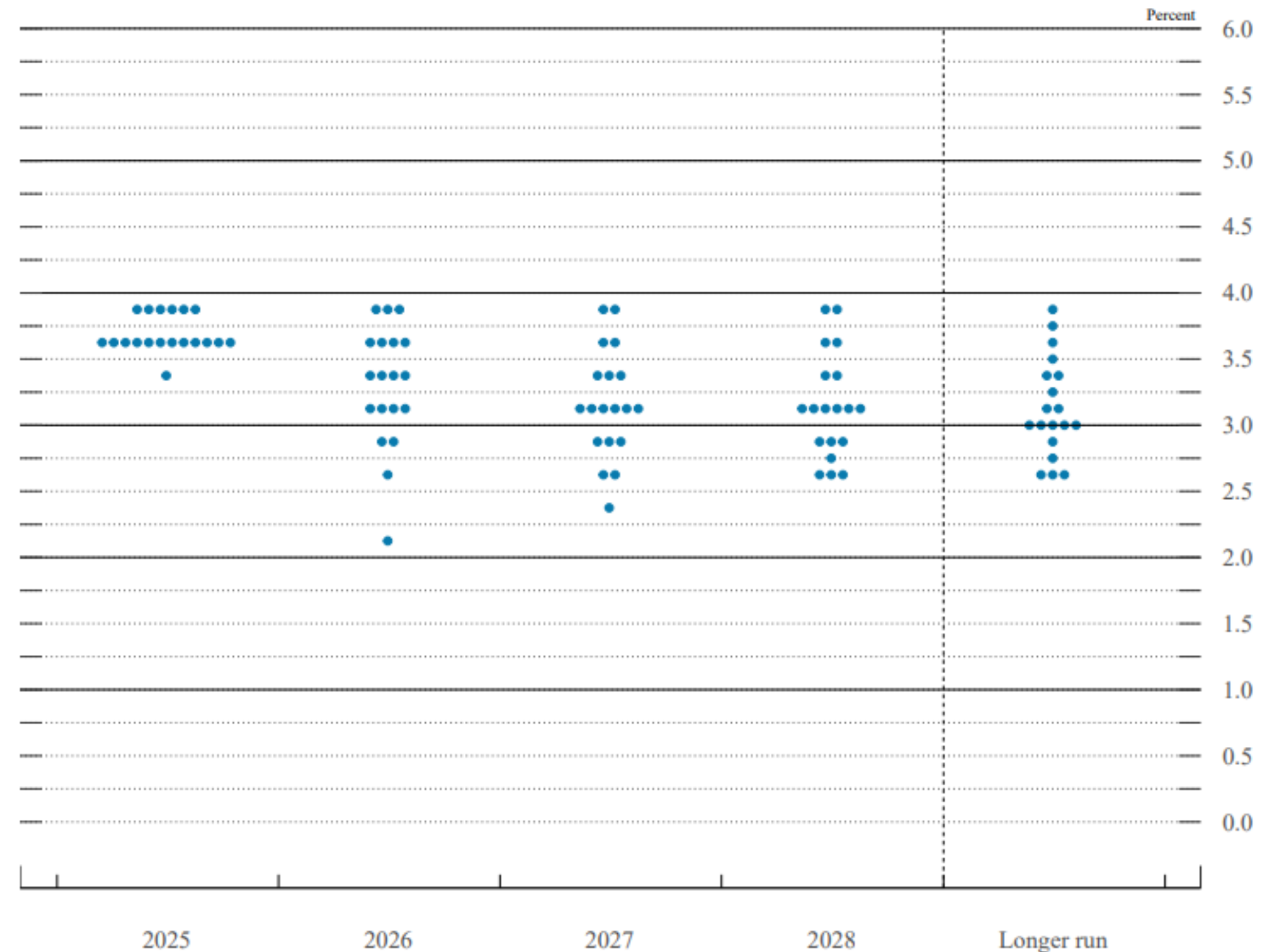
Chính sách tiền tệ của Mỹ trong năm 2026 nghiêng về kịch bản nới lỏng, với khả năng Fed thực hiện ít nhất một đợt cắt giảm lãi suất, qua đó làm suy yếu sức mạnh của đồng USD và tiếp tục tạo lực đỡ cho giá vàng. Kỳ vọng này được củng cố bởi biểu đồ dot plot, cho thấy mức độ đồng thuận cao hơn của các thành viên FOMC đối với xu hướng hạ lãi suất trong năm 2026, khi toàn bộ cụm điểm dự báo đã dịch chuyển xuống thấp so với mặt bằng năm 2025. Phần lớn các dự báo tập trung trong vùng 3,1%–3,6%, hàm ý mặt bằng lãi suất điều hành có xu hướng giảm trong trung hạn.

Về phía dự phóng của các tổ chức lớn, Goldman Sachs dự báo có thể có 2 đợt cắt giảm lãi suất vào tháng 3 và tháng 6 năm 2026, hạ FFR xuống khoảng 3.0%–3.25% (hiện tại khoảng 3.75%–4.0%), các yếu tố thúc đẩy:

- (i) Lạm phát tiếp tục hạ nhiệt. GS kỳ vọng lạm phát lõi sẽ tiếp tục hạ nhiệt về gần mục tiêu ~2% khi các tác động từ thuế quan giảm dần vào giữa năm
- (ii) Thị trường lao động có những tín hiệu yếu đi khiến FED cân nhắc những biện pháp hỗ trợ

Biểu đồ 5: FED có mức độ đồng thuận cao về khả năng giảm lãi suất trong 2026

FED dot plot tại cuộc họp tháng 12/2025



Nguồn: FED

Trong các điều kiện thông thường, giá vàng thường có tương quan nghịch với lãi suất USD do tâm lý tìm nơi trú ẩn của dòng tiền ngoài các tài sản tài chính thông thường và phòng hộ sự mất giá của tiền pháp định. Khi nhà đầu tư mất niềm tin vào NHTW họ có xu hướng tìm đến vàng. Điển hình trong giai đoạn sau 2008, nhiều người mua vàng vì lo USD sẽ mất giá dài hạn khi bảng cân đối Fed phình to do QE liên tục và nợ công Mỹ tăng vọt. Mối tương quan nghịch này được thể hiện rõ ràng qua số liệu dài hạn, cụ thể:

Từ năm 2000 đến nay, giá vàng có tương quan ngược chiều rất rõ ràng với sức mạnh đồng Dollar, tương quan giữa % thay đổi hàng tháng của giá vàng với DXY ở mức -0.4x, ngược chiều hoàn toàn cho với các tài sản tài chính khác. Điều này phản ánh, vàng vẫn là tài sản được tìm đến mỗi khi đồng Dollar yếu đi. Ở góc độ dài hạn, nó phản ánh sự mất giá của tiền pháp định – tức là qua thời gian, cần nhiều Dollar hơn để mua 1 oz vàng, trong khi bản chất của vàng là không thay đổi.

Biểu đồ 6: Giá vàng có xu hướng ngược chiều với DXY

Tương quan %thay đổi hàng tháng của giá vàng so với các tài sản khác



Nguồn: WGC

Chúng tôi cũng lưu ý đến một vài trường hợp mức độ tương quan giữa giá vàng và sức mạnh đồng Dollar yếu đi khi có những yếu tố vĩ mô khác ngoài lãi suất tác động lên giá vàng nhiều hơn lãi suất, tuy vậy chúng tôi kỳ vọng điều này sẽ không xảy ra trong 2026. Cụ thể,

Những điều kiện vĩ mô và các yếu tố ảnh hưởng đến giá vàng trong 2026 phần lớn có tính hỗ trợ cho giá vàng. Trong khi đó, mối tương quan thường chỉ yếu đi trong những bối cảnh mà nhu cầu phòng thủ lớn hơn nhiều so với nhu cầu tìm kiếm tài sản sinh lời. Điều này thể hiện rõ nét trong năm 2022 dù lãi suất thực tăng nhanh giá vàng vẫn giữ vững vì nhà đầu tư đồng thời lo ngại chiến tranh và bất ổn tài chính nên không bán vàng. Hiện tượng này là kết quả của giai đoạn biến động lớn trước đó, gồm: Đại dịch COVID-19 bùng phát (2020) kéo theo hỗn loạn kinh tế, rồi đến xung đột Nga Ukraine (2022) làm dấy lên lo ngại địa chính trị toàn cầu. Thêm vào đó, lạm phát cao trở lại và phản ứng chính sách cực đoan.

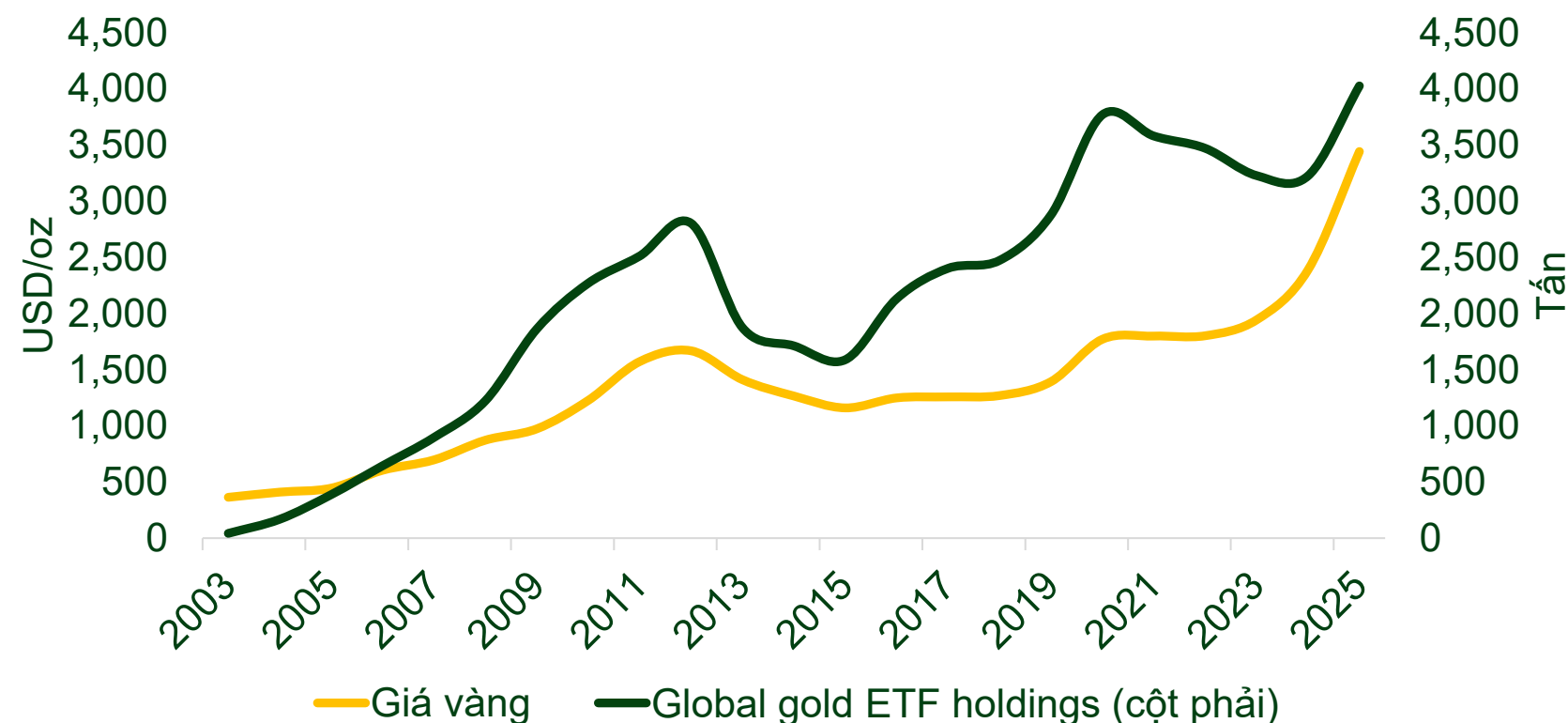
3. Nhu cầu của các quỹ ETF và NHTW thúc đẩy giá vàng tăng

Dư địa mua vào của các quỹ ETF còn tương đối lớn. Chúng tôi kỳ vọng các quỹ ETF sẽ tiếp tục gia tăng lượng mua vàng vào năm 2026 trong bối cảnh Sự kết hợp giữa lợi suất giảm, căng thẳng địa chính trị gia tăng và xu hướng tìm kiếm nơi trú ẩn an toàn rõ rệt

Dòng vốn từ các quỹ ETF vàng đã bước vào chu kỳ mua ròng mạnh mẽ kể từ cuối năm 2024, với tổng lượng vàng nắm giữ ước đạt khoảng 4.025 tấn vào cuối năm 2025. Đáng chú ý, tốc độ tích lũy trong chu kỳ hiện tại được ghi nhận là nhanh nhất trong vòng hai thập kỷ, đưa tổng lượng nắm giữ của các quỹ ETF vượt qua mức đỉnh thiết lập trong năm 2020.

Biểu đồ 7: Giá vàng tương quan cao với nhu cầu của các quỹ ETF

Lượng vàng nắm giữ của quỹ ETF và giá vàng qua các chu kỳ

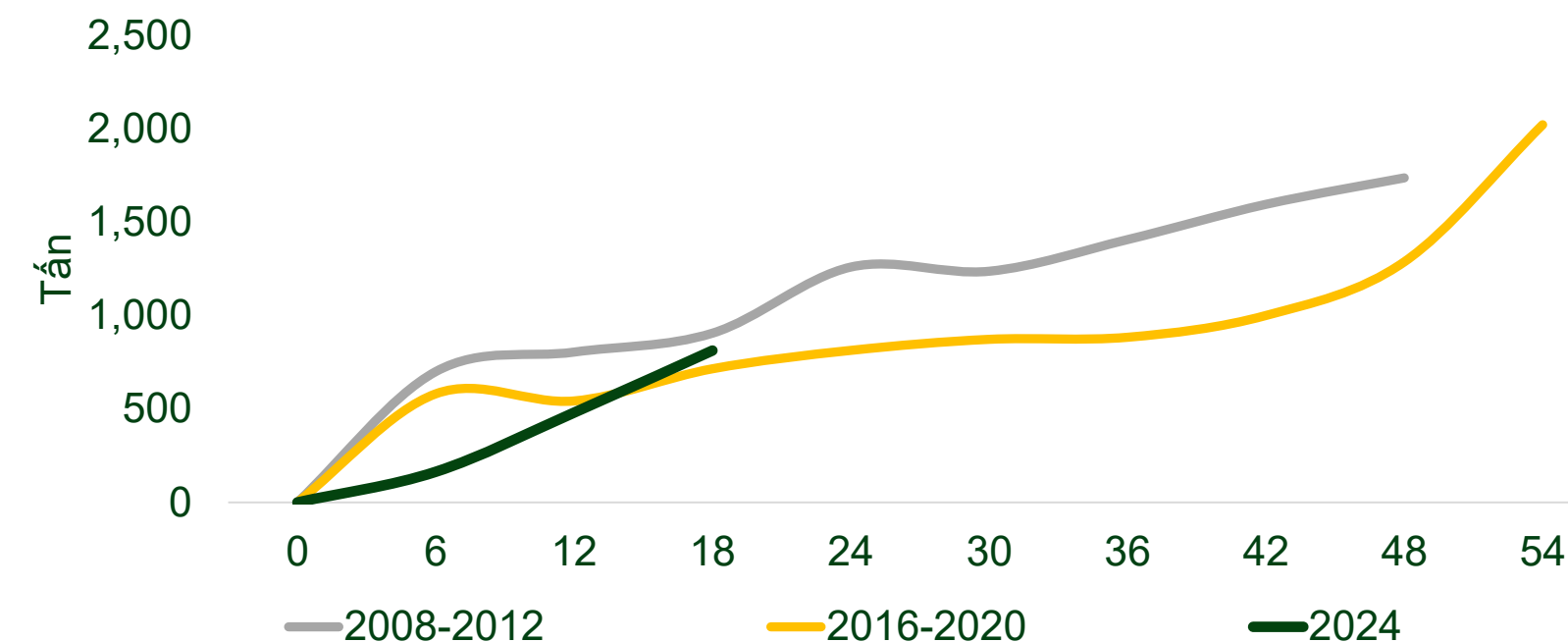


Nguồn: WGC

Bên cạnh quy mô và tốc độ, thời lượng của chu kỳ mua vào hiện tại vẫn còn ở giai đoạn tương đối sớm. Theo ước tính, số ngày mua ròng mới chỉ tương đương khoảng 35% độ dài trung bình của các chu kỳ ETF trước đây, qua đó hàm ý dư địa tiếp tục gia tăng nắm giữ trong thời gian tới.

Biểu đồ 8: Tốc độ mua vào trong chu kỳ hiện tại rất nhanh

Lượng vàng tăng thêm so với đầu kỳ của các quỹ ETF qua các chu kỳ mua vào



Nguồn: State Street Investment Management

Biểu đồ 9: Thời gian của chu kỳ mua vào hiện tại mới được 35%

Chu kỳ	Độ dài (tuần)	Lượng mua vào (tấn)
Cuối 2008 – Cuối 2012	221	+1.823
Đầu 2016 – Cuối 2020	253	+2.341
Tháng 5/2024 -	77	+825

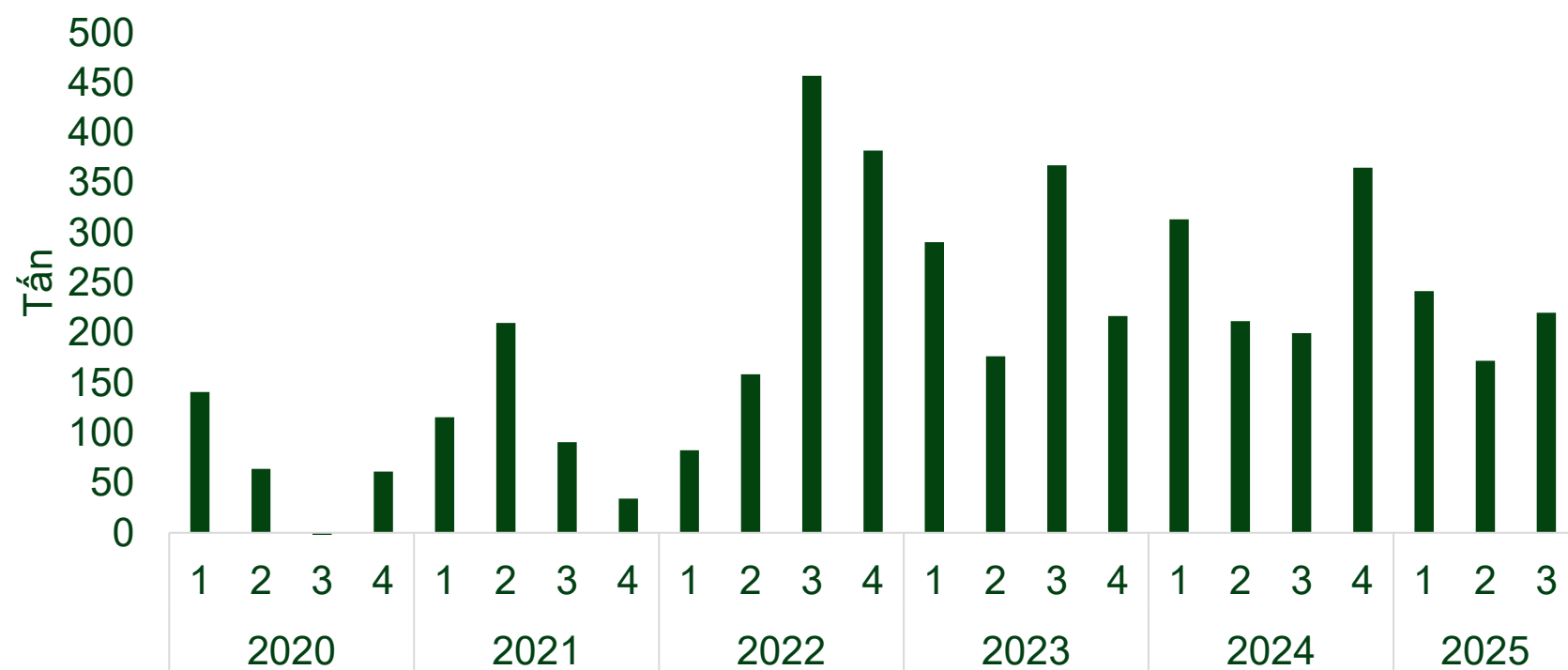
Nguồn: State Street Investment Management

Nhu cầu tích lũy vàng của các ngân hàng trung ương được kỳ vọng sẽ gia tăng trở lại trong năm 2026, tiệm cận mức đỉnh ghi nhận trong năm 2024, với động lực dẫn dắt chủ yếu đến từ nhóm các nền kinh tế mới nổi. Chúng tôi cho rằng xu hướng này phản ánh chiến lược đa dạng hóa dự trữ trong bối cảnh đồng USD suy yếu và rủi ro địa chính trị toàn cầu gia tăng, qua đó củng cố vai trò của vàng như một tài sản dự trữ an toàn.

Trên thực tế, tín hiệu mua ròng đã sớm xuất hiện từ quý III/2025, với khối lượng mua vào đạt khoảng 220 tấn, +28% QoQ, +10% YoY và cao hơn 6% so với mức trung bình quý III trong giai đoạn 5 năm gần đây. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, nhu cầu vàng từ khối ngân hàng trung ương đã vượt xa ngưỡng trung bình trước năm 2022, vốn chỉ dao động quanh 400–500 tấn.

Biểu đồ 10: Nhu cầu vàng của các NHTW hồi phục trong Q3/2025

Nhu cầu mua vàng qua các quý của các NHTW



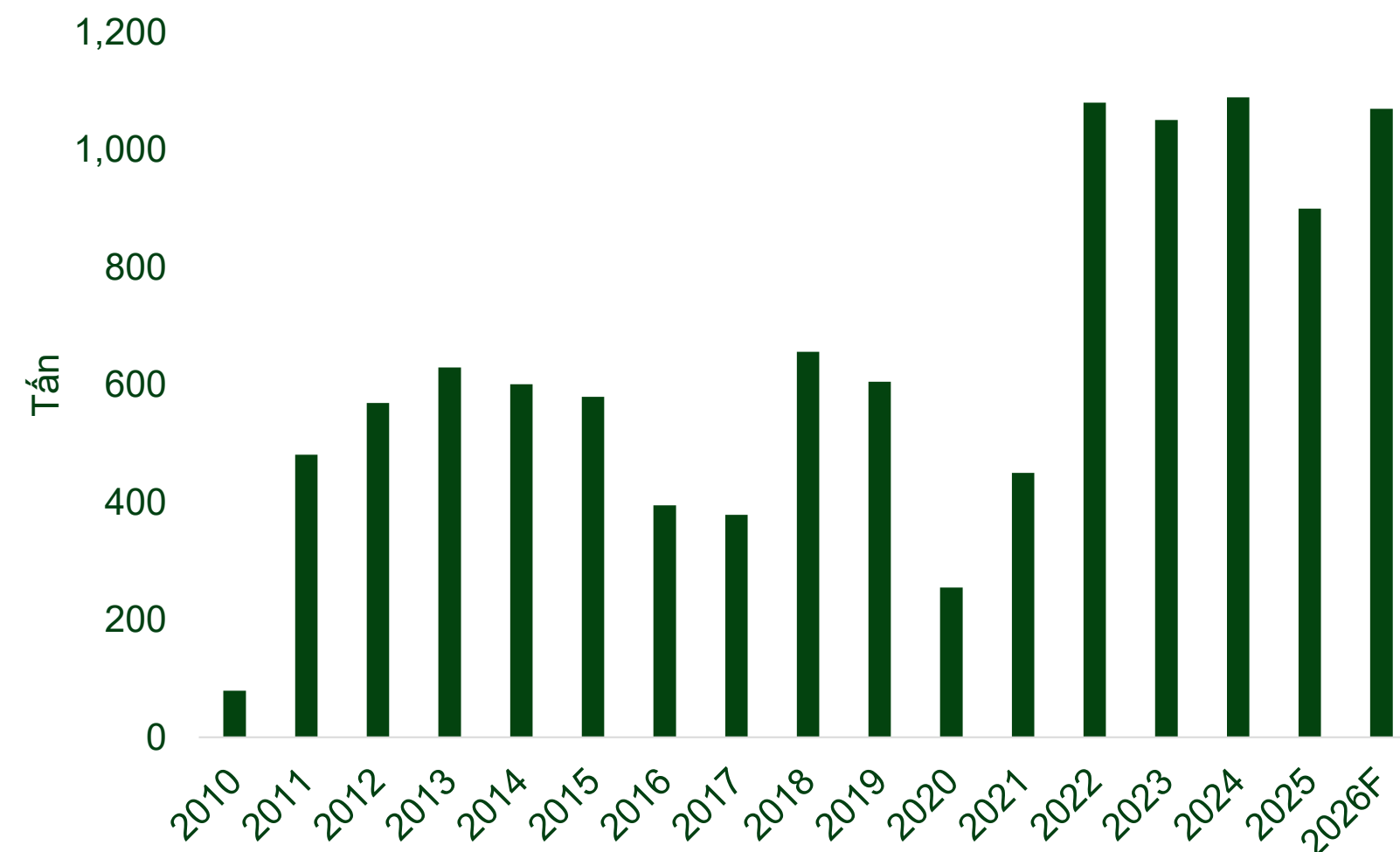
Nguồn: WGC

Đáng chú ý, nhu cầu gia tăng tập trung chủ yếu tại nhóm các quốc gia mới nổi. Trong giai đoạn từ năm 2024 đến cuối năm 2025, ngân hàng trung ương của năm quốc gia mua vàng nhiều nhất—bao gồm Ba Lan, Azerbaijan, Thổ Nhĩ Kỳ, Ấn Độ và Trung Quốc—đã chiếm khoảng 65% tổng lượng vàng mua ròng của toàn khối ngân hàng trung ương toàn cầu.

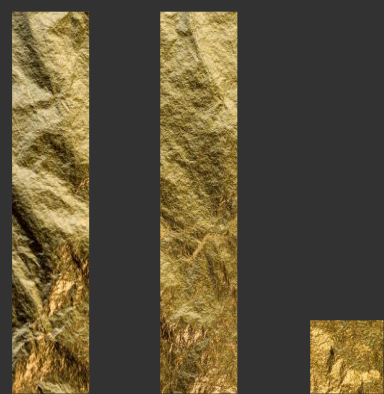
Theo dự báo của World Gold Council (WGC), nhu cầu vàng của các ngân hàng trung ương trong năm 2026 có thể đạt khoảng 1.070 tấn (+18% YoY)

Biểu đồ 11: Cầu vàng của các NHTW có thể quay về mức đỉnh 2024

Dự phóng nhu cầu mua vàng của các NHTW trong 2026



Nguồn: WGC



**CHÊNH LỆCH
GIÁ VÀNG: ĐIỂM
GIAO GIỮA
CHÍNH SÁCH VÀ
TÂM LÝ**



TÓM TẮT: Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới (GAP) chủ yếu được chi phối bởi yếu tố tâm lý thị trường và khung chính sách quản lý. Trên thực tế, GAP có xu hướng mở rộng trong các giai đoạn giá vàng thế giới tăng mạnh trong thời gian ngắn, khi nhu cầu đầu cơ và tích trữ trong nước gia tăng nhanh hơn khả năng điều tiết nguồn cung. Về trung hạn, những điều chỉnh pháp lý theo hướng mở rộng nguồn cung được kỳ vọng sẽ góp phần thu hẹp GAP, qua đó đưa giá vàng trong nước tiệm cận hơn với diễn biến của giá vàng thế giới.

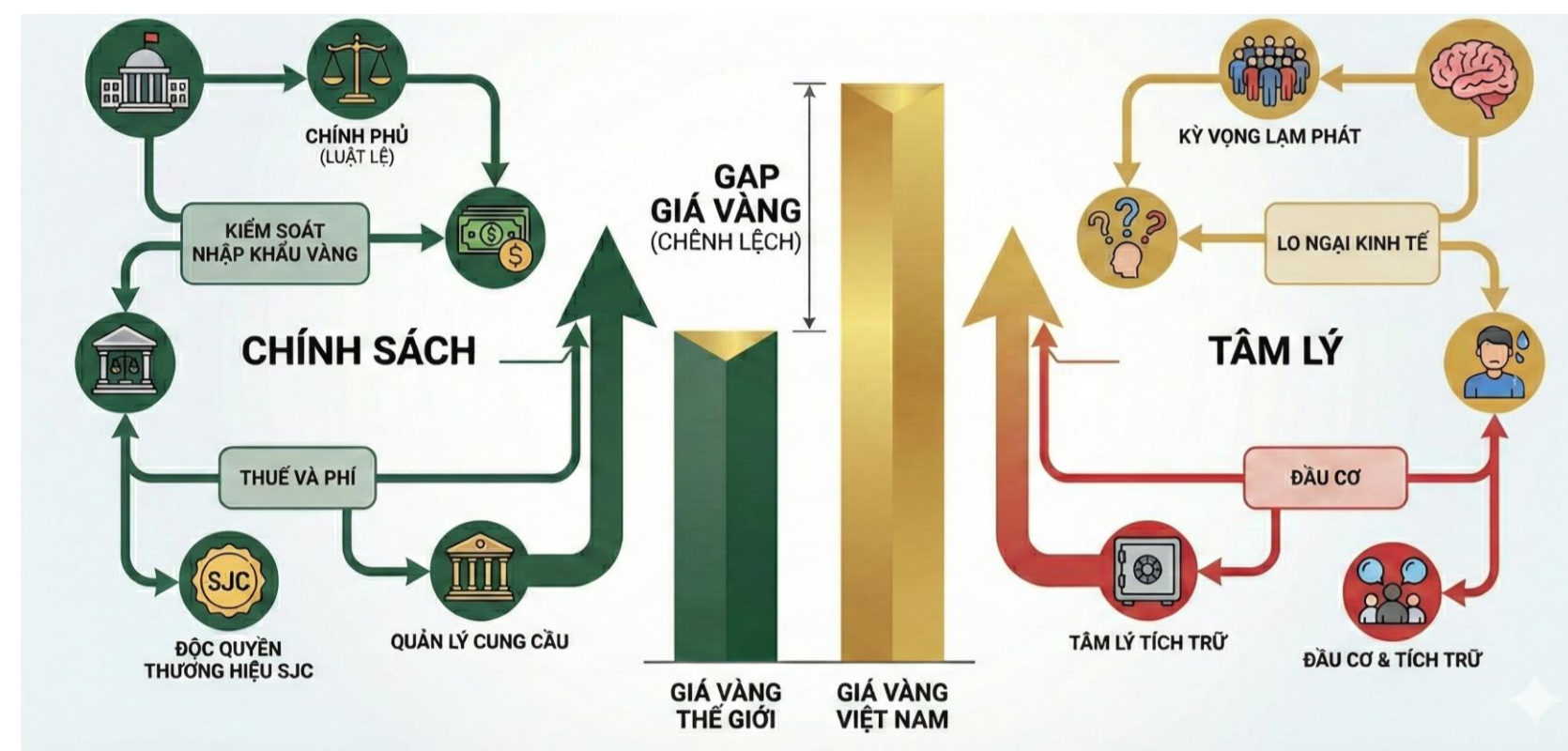
1. Các yếu tố tác động đến chênh lệch giá vàng Việt Nam và thế giới

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng 02 yếu tố tác động mạnh nhất đến GAP là **chính sách và tâm lý**. Khi giá thế giới tăng nhanh mà nguồn cung trong nước chưa mở ra, giá nội địa lập tức bị kéo vọt lên cao hơn mức quy đổi. Khi thị trường bình ổn hoặc có bán ra từ phía quản lý, GAP sẽ thu hẹp lại. Cụ thể,

Trọng tâm chính sách của Nhà nước trong quản lý vẫn là ưu tiên ổn định kinh tế vĩ mô, đặc biệt là ổn định tỷ giá và chính sách tiền tệ. Các biện pháp điều chỉnh nguồn cung chỉ mang tính tình huống thay vì nhằm mục tiêu điều tiết giá vàng theo diễn biến thị trường quốc tế, được kích hoạt khi GAP vượt ngưỡng chấp nhận và có nguy cơ gây bất ổn. Trong đó, giải pháp phổ biến nhất là nhập khẩu hoặc bán vàng từ dự trữ để tăng nguồn cung. Tuy nhiên, các biện pháp này thường hiếm khi được triển khai, hoặc thực hiện rất hạn chế để đảm bảo dự trữ ngoại tệ và vàng ở mức mục tiêu. Theo đó, GAP thường tăng vọt trong điều kiện giá vàng thế giới tăng nhanh, trong khi nguồn cung trong nước và nhập khẩu vàng không theo kịp. Điển hình, trong giai đoạn năm 2024, cơ quan điều hành chấp nhận để GAP vàng cao trong bối cảnh nguồn lực ngoại hối có hạn, áp lực tỷ giá từ bên ngoài lớn, chính sách tiền tệ cần ưu tiên ổn định tỷ giá thay vì dùng mọi biện pháp để thu hẹp GAP vàng.

Ở **khía cạnh mặt tâm lý**, tâm lý và thói quen tích trữ vàng của người Việt cũng góp phần làm GAP nghiêng về phía dương. Chỉ cần xuất hiện biến động kinh tế hay chính trị, nhu cầu mua vàng tăng mạnh đẩy giá nội địa tăng nhanh hơn giá thế giới. Đặc biệt GAP thường mở rộng rất mạnh trong những giai đoạn giá vàng tăng nóng.

Biểu đồ 12: Chính sách và tâm lý là 2 yếu tố chính tác động đến GAP



Nguồn: Aseansc Research

2. GAP thường mở rộng trong những giai đoạn giá vàng tăng nóng

Trong 5 năm gần đây, GAP vàng mở rộng rất mạnh do có rất nhiều biến động lớn từ dịch bệnh đến chiến tranh, nhu cầu găm giữ vàng cao hơn, trong khi chính sách vẫn là quản lý nguồn cung. Đặc biệt trong những thời điểm xảy ra các sự kiện chính thì GAP mở rộng càng mạnh và ngược lại, điều này phản ánh tâm lý tác động rất lớn đến GAP vàng ở Việt Nam. Cụ thể:

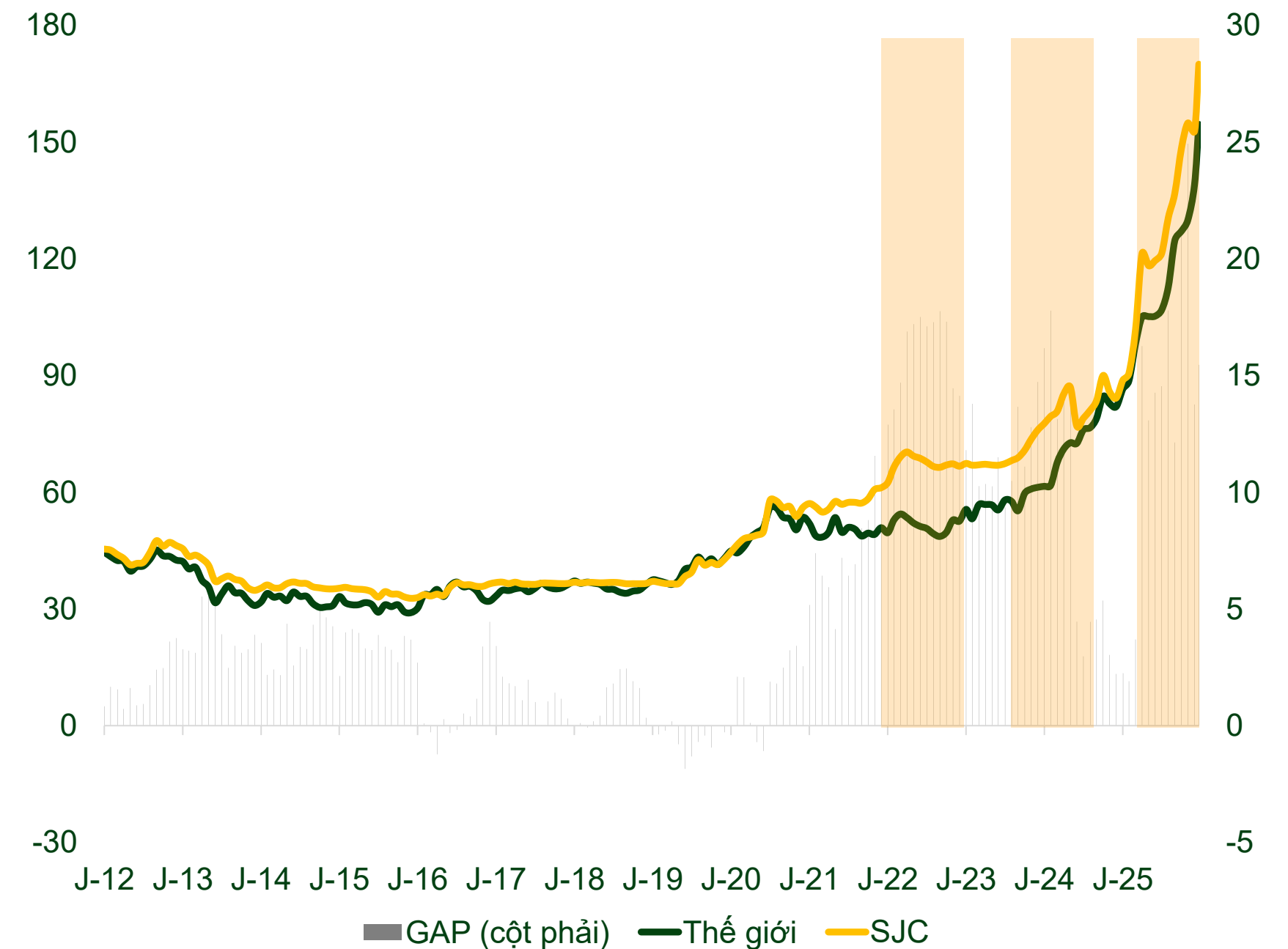
Giai đoạn 2022-2023: Trong bối cảnh sau đại dịch COVID-19, chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới mở rộng mạnh do tâm lý trú ẩn an toàn gia tăng và nguồn cung bị siết chặt.

Giai đoạn 2024: Đầu năm giá vàng thế giới liên tục lập đỉnh do bất ổn địa chính trị toàn cầu (căng thẳng Nga-Ukraine, xung đột Trung Đông), cùng dòng tiền tìm đến tài sản an toàn, đã khiến GAP giá vàng trong nước – quốc tế có thời điểm lên tới ~14,48–18 triệu đồng/lượng. Sau đó, cuối Việc SBV chuyển mở rộng cho bán vàng SJC qua một số ngân hàng từ giữa 2024 đã giúp thu hẹp phần nào GAP vào cuối năm 2024, khi chênh lệch giảm xuống khoảng 5–7% (tương đương 3–5 triệu đồng/lượng) so với trước đó duy trì trên 10%

Giai đoạn từ giữa 2025 đến hiện tại: GAP vàng đạt mức cao nhất từ trước đến nay (~25 triệu VND/lượng) chủ yếu do nhu cầu thế giới bùng nổ trước các rủi ro lớn về xung đột địa chính trị, chiến tranh thương mại. Trong khi đó các giải pháp trong nước chưa giải quyết triệt để được vấn đề nguồn cung.

Biểu đồ 13: GAP thường mở rộng trong những giai đoạn giá vàng tăng nóng

GAP vàng Việt Nam và thế giới (Triệu VND/lượng)



Nguồn: Aseansc Research

3. Thay đổi trong pháp lý kỳ vọng sẽ giải quyết vấn đề GAP vàng

Nghị định 232/2025/NĐ-CP kỳ vọng giúp cải thiện nguồn cung vàng, theo đó giúp giảm GAP vàng trong tương lai. Bên cạnh đó, chính sách này còn đề ra những quy định mới giúp tăng cường minh bạch trong giao dịch vàng, tránh tình trạng buôn lậu, mua bán qua chợ đen. Cụ thể, chính sách thay đổi 5 quy định lớn liên quan đến NK, SX & kinh doanh vàng miếng:

(1) Thay đổi cơ chế sản xuất vàng miếng là chính sách quan trọng nhất giúp tăng nguồn cung. Theo đó, Nhà nước sẽ cho phép các đơn vị đủ điều kiện được phép sản xuất vàng miếng.

(2) Cho phép các đơn vị tư nhân nhập khẩu vàng nguyên liệu để sản xuất vàng miếng theo quota.

(3) Quy định minh bạch trong thanh toán: Phải thực hiện thanh toán qua ngân hàng với giao dịch mua, bán vàng có giá trị từ 20 triệu đồng trở lên

(4) Minh bạch hóa đơn: Bổ sung yêu cầu cụ thể về hóa đơn điện tử đối với doanh nghiệp sản xuất vàng trang sức, mỹ nghệ.

(5) Yêu cầu chặt chẽ hơn về quy mô vốn với các ĐVKD vàng miếng. Cụ thể, doanh nghiệp phải có VDL từ 1.000 tỷ đồng trở lên, TCTD phải có VDL từ 50.000 tỷ đồng trở lên (gấp lần lượt 10 lần và 16 lần so với quy định cũ).

Bên cạnh đó. Việc thành lập sàn giao dịch vàng giúp cải thiện tính minh bạch trong giao dịch vàng miếng, cụ thể:

(1) Tính thanh khoản và minh bạch thông qua giao dịch tập trung, công bố giá và khối lượng theo thời gian thực;

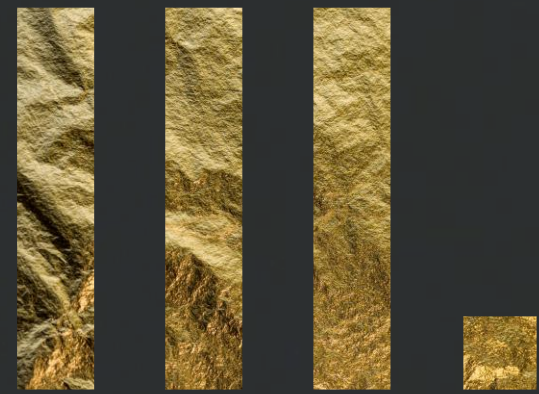
(2) Thu hẹp chênh lệch giá mua – bán (bid–ask spread) nhờ cạnh tranh và cơ chế khớp lệnh chuẩn hóa, qua đó giảm chi phí giao dịch ẩn cho nhà đầu tư.

Bảng 1: Quy định mới theo hướng “mở cửa có kiểm soát”

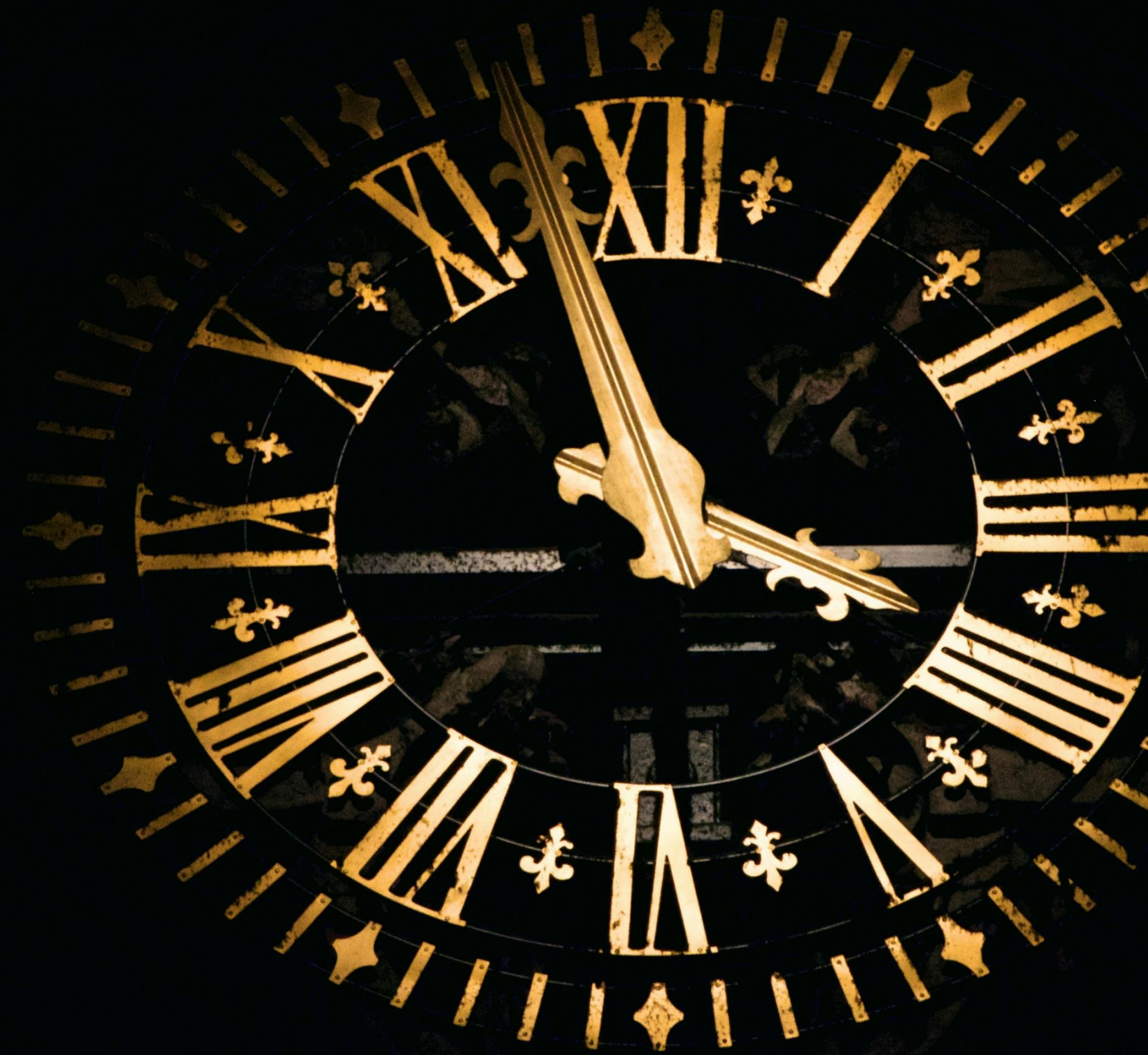
Những điểm khác biệt chính trong Nghị định mới về quản lý thị trường vàng

Nội dung	NĐ 232/2025/NĐ-CP	NĐ 24/2012/NĐ-CP
Sản xuất	Tư nhân + Nhà nước	Nhà nước
NK để sản xuất vàng miếng	Tư nhân + Nhà nước	Nhà nước
Thanh toán	Phải chuyển khoản	Không quy định
Hóa đơn	Bổ sung yêu cầu về hóa đơn điện tử với DN sản xuất trang sức	Không quy định cụ thể
Vốn điều lệ ĐVKD	- Doanh nghiệp: 100 tỷ VND - TCTD: 3.000 tỷ VND	- Doanh nghiệp: 100 tỷ VND - TCTD: 3.000 tỷ VND

Nguồn: Aseansc Research



**PHÂN BỐ VÀNG
TRONG DANH
MỤC DƯỚI GÓC
NHÌN DÀI HẠN**



TÓM TẮT: Ở góc độ ngắn hạn, hoạt động đầu cơ vàng tiềm ẩn rủi ro cao, trong bối cảnh (i) Dự địa tăng giá của vàng có thể đã được phản ánh tương đối đầy đủ trong nhịp tăng sốc hiện tại, và (ii) Rủi ro GAP điều chỉnh thu hẹp sau giai đoạn mở rộng mạnh trong các tháng đầu năm đang gia tăng.

Ngược lại, xét trên khung thời gian dài hạn, vàng vẫn đóng vai trò quan trọng trong cấu trúc danh mục đầu tư, khi việc phân bổ vàng được ghi nhận giúp cải thiện hiệu suất tổng thể và nâng cao khả năng chống chịu rủi ro so với các danh mục không có tài sản này.

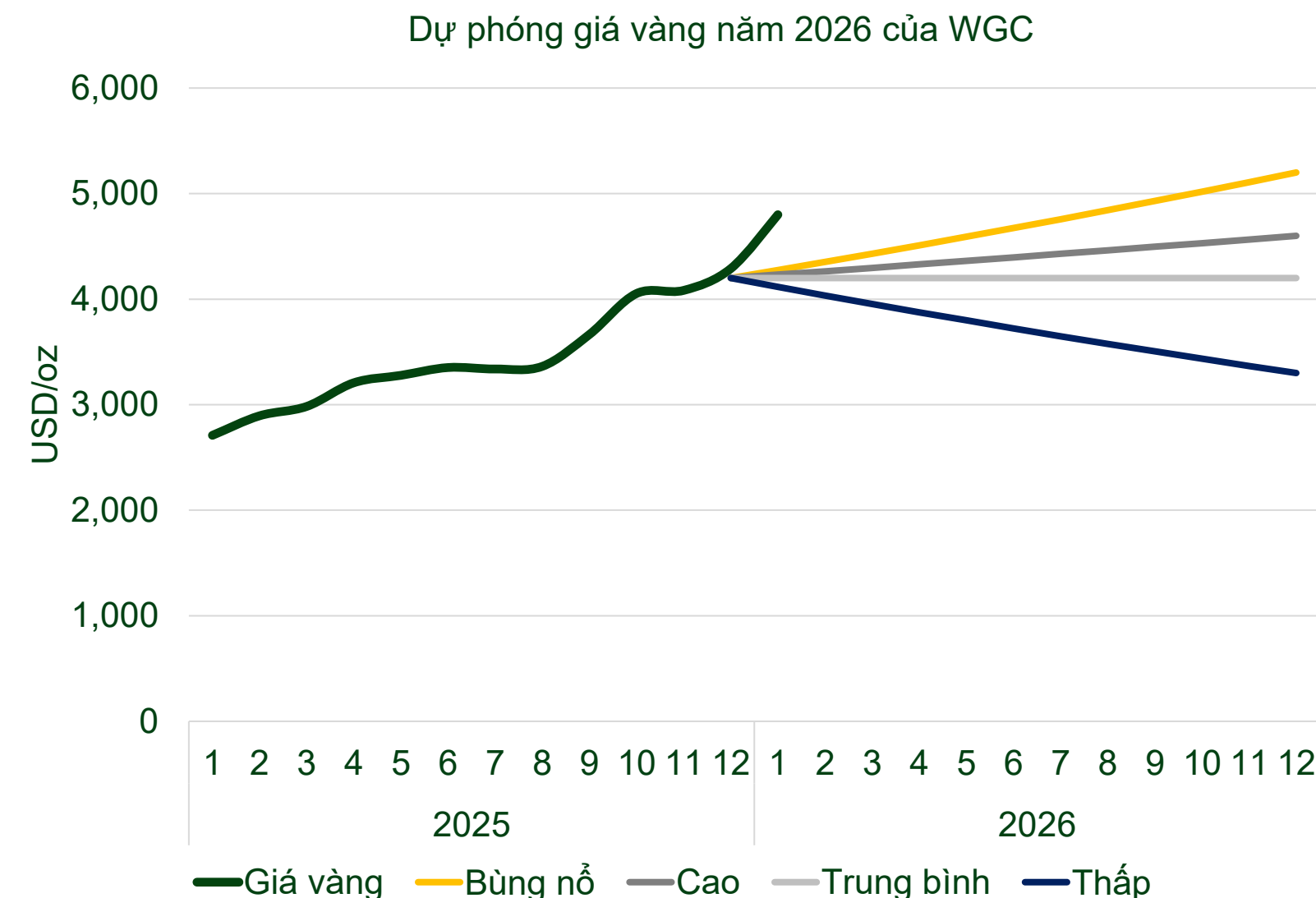
1. Những rủi ro khi đầu cơ vàng trong ngắn hạn

1.1 Rủi ro những động lực tăng mới đã phản ánh một phần vào giá

Giá vàng thế giới đang tăng rất nhanh và có thể sớm đạt mức dự phóng ở kịch bản cao nhất. Theo dự kịch bản đồng thuận của các tổ chức tài chính lớn, giá vàng có thể đạt ~4.600 – 5.200 USD/oz ở kịch bản tích cực nhất, các yếu tố hỗ trợ chính là như đồng Dollar yếu đi và rủi ro địa chính trị tăng lên. Cụ thể:

- J.P. Morgan dự báo giá vàng có thể đạt khoảng 5.055 USD/oz vào cuối năm 2026 dựa trên kỳ vọng Fed cắt giảm lãi suất và đa dạng hóa dự trữ tài sản của các quỹ đầu tư.
- UBS ước tính giá vàng có thể đạt xung quanh 5.000 USD/oz trong ba quý đầu năm 2026, với kịch bản tăng mạnh nếu rủi ro chính trị – kinh tế gia tăng.
- Deutsche Bank nâng dự báo trung bình 2026 lên khoảng 4.450 USD/oz, với biên độ biến động có thể lên tới gần 4.950 USD/oz trong kịch bản thuận lợi.

Biểu đồ 14: Giá vàng hiện tại đã tiệm cận kịch bản cao nhất trong dự phóng của các tổ chức lớn



Nguồn: WGC

1.2. Rủi ro mua giá cao khi GAP vàng có xu hướng điều chỉnh sau khi mở rộng ở những tháng đầu năm

Mua vàng cho mục tiêu đầu cơ ngắn hạn tiềm ẩn nhiều rủi ro, do biến động GAP kém thuận lợi. Cụ thể:

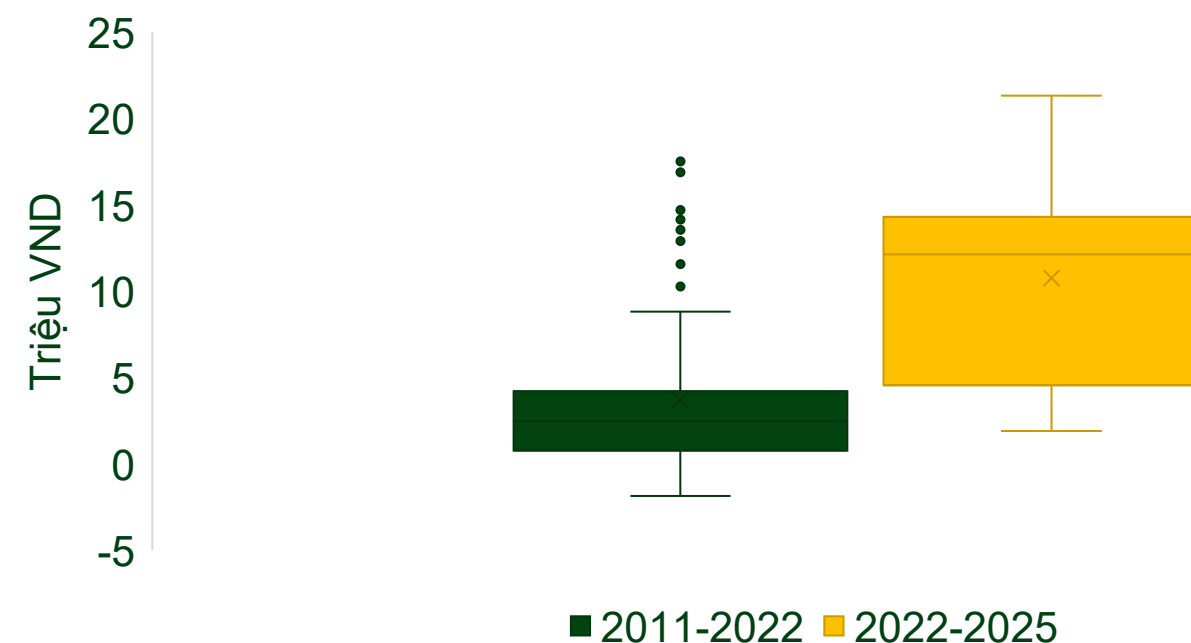
(i) GAP vàng có thể giảm sau khi đạt mức cao trong những tháng đầu năm. Nhận định này dựa trên giả định rằng nguồn cung vàng nhập khẩu từ khu vực tư nhân sẽ được cải thiện, sau khi Nghị định 232/2025/NĐ-CP (có hiệu lực từ T10/2025) được triển khai.

(ii) Yếu tố mùa vụ bất lợi trong Q1. Dữ liệu lịch sử cho thấy GAP vàng thường có xu hướng mở rộng trong các tháng đầu năm trước biến động mạnh trong các quý sau, phản ánh cầu hiện tượng nhu cầu thường tăng đột ngột ở đầu năm. Chúng tôi cho rằng hiện tượng này một phần đến từ quan niệm mua vàng lấy may trong đầu năm mới của đại đa số người Việt.

(iii) Biến động GAP gia tăng mạnh trong giai đoạn gần đây. So với giai đoạn 2011–2022, khi GAP chủ yếu dao động quanh biên độ 5 triệu đồng/lượng, giai đoạn 2022–2025 ghi nhận mức biến động lớn hơn đáng kể, với biên độ có thể mở rộng lên khoảng 15 triệu đồng/lượng rồi thu hẹp nhanh về vùng 5 triệu đồng/lượng. Mức độ biến động cao làm gia tăng rủi ro thua lỗ ngắn hạn, khiến chiến lược đầu cơ trong Q1/2026 kém hấp dẫn xét trên phương diện đánh đổi giữa rủi ro – lợi nhuận.

Biểu đồ 15: GAP vàng trong 3 năm gần đây có biên độ biên động lớn hơn giai đoạn 2011-2022

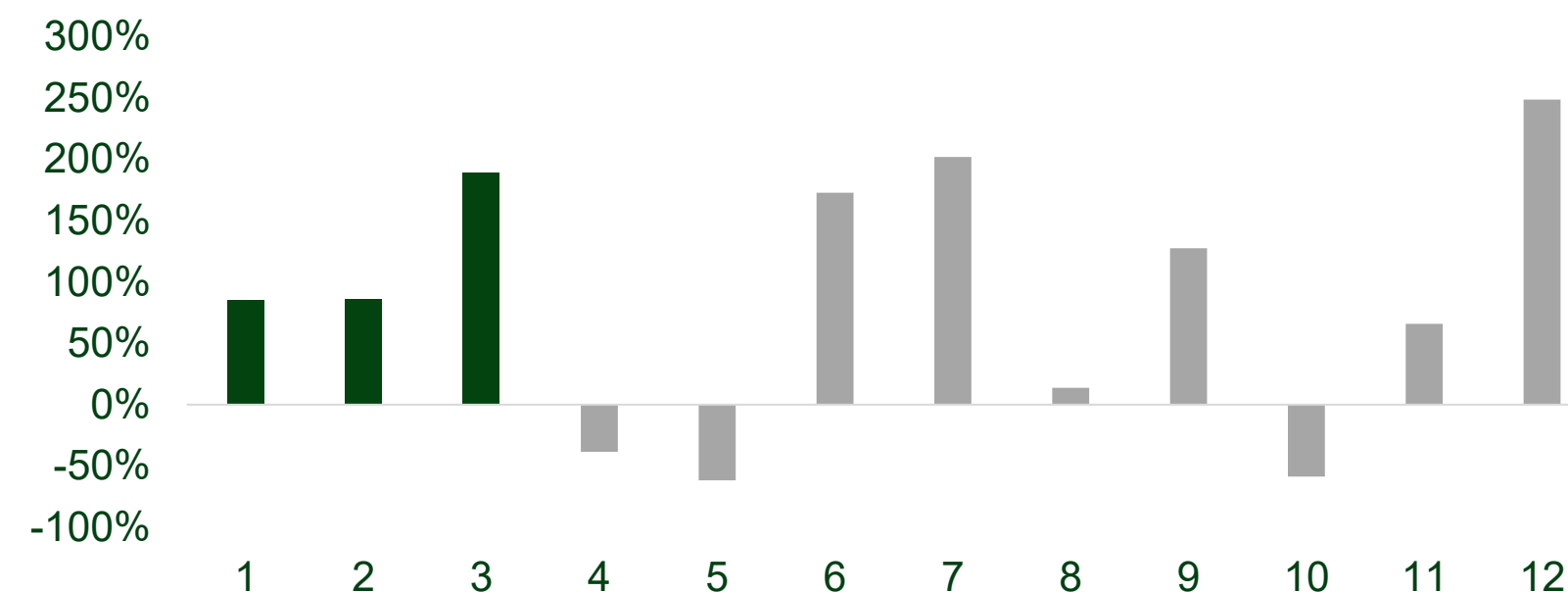
So sánh độ phân tán của GAP trong 2 giai đoạn



Nguồn: Aseansc Research

Biểu đồ 16: GAP vàng thường tăng trong các tháng Q1

Trung bình %MoM GAP vàng giai đoạn 2011-2025

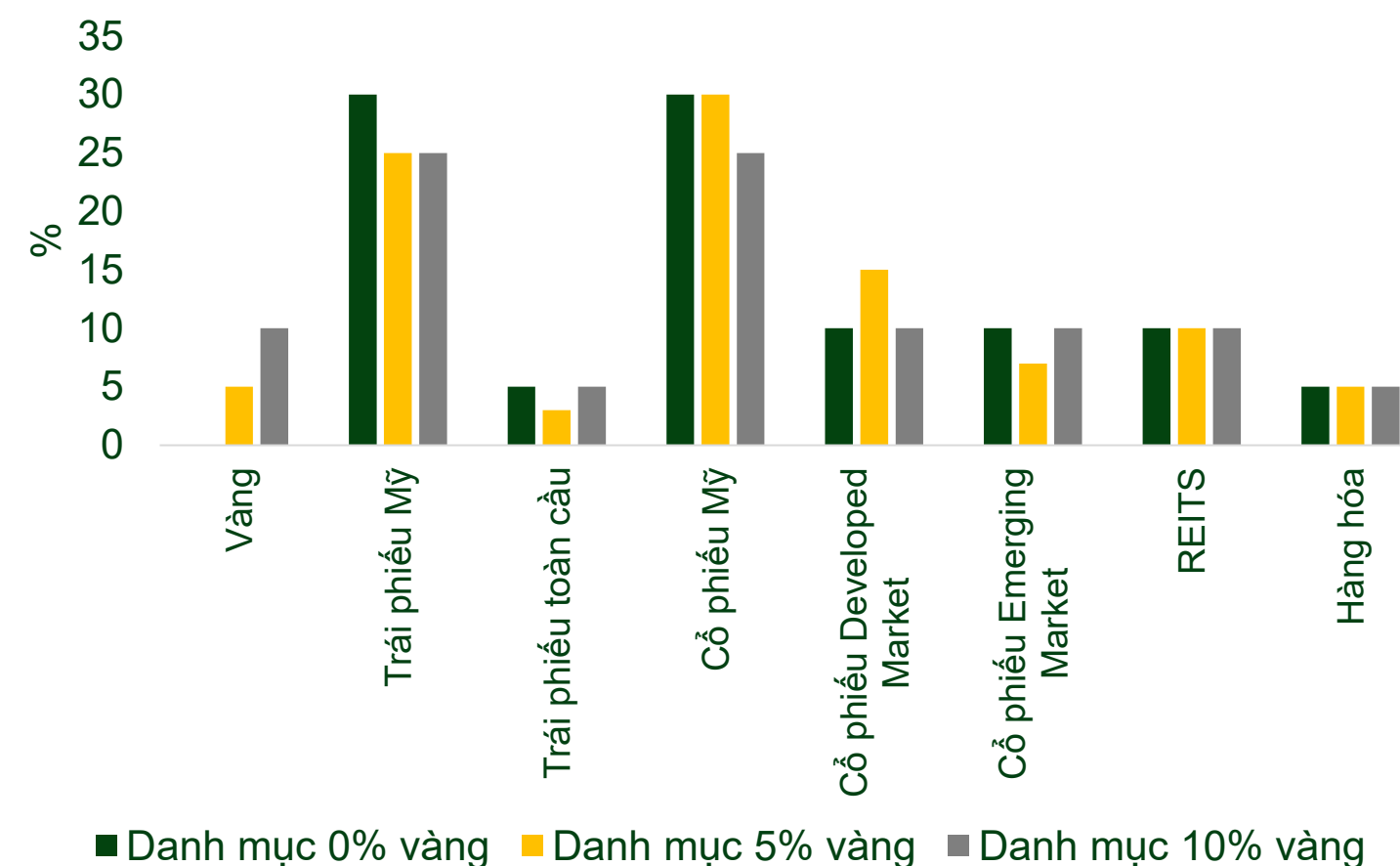


2. Gợi mở cách tiếp cận đầu tư vàng ở góc độ dài hạn

Trong dài hạn, vàng khẳng định vai trò là tài sản phòng thủ chiến lược trước các rủi ro vĩ mô như bất ổn kinh tế, lạm phát và sự suy giảm giá trị của tiền pháp định. Thay vì được nhìn nhận như đầu cơ, vàng nên được coi là một lớp tài sản dự trữ và đầu tư quan trọng, có chức năng đa dạng hóa và phòng ngừa rủi ro cho danh mục. Việc phân bổ vàng ở tỷ trọng hợp lý giúp nhà đầu tư – cả cá nhân và tổ chức – nâng cao khả năng chống chịu trước các kịch bản cực đoan, đồng thời giảm biến động tổng thể nhờ mối tương quan thấp của vàng với cổ phiếu và trái phiếu. Chiến lược này thể hiện hiệu quả rõ nét tại các thị trường đã phát triển như Mỹ.

Trong dài hạn, phân bổ 10% danh mục vào vàng đem lại hiệu quả cao hơn so với danh mục không nắm giữ vàng. Chúng tôi đã thực hiện Backtest 03 danh mục đầu tư tại thị trường Mỹ từ năm 1998-2025, với tỷ lệ nắm giữ vàng trong danh mục lần lượt là 0%, 5% và 10%. Danh mục nắm giữ 10% vàng trong danh mục đem lại mức độ sinh lời cao hàng năm cao nhất nhất và có khả năng chống chịu rủi ro tốt nhất (thể hiện qua độ lệch chuẩn và Drawdown thấp nhất).

Biểu đồ 17: Phân bổ tài sản trong các danh mục giả định



Nguồn: Aseansc Research

Bảng 2: Danh mục có 10% vàng cho hiệu quả sinh lời và chống chịu rủi ro tốt nhất

Danh mục	Vốn đầu kỳ (USD)	Vốn cuối kỳ (USD)	CAGR (%/năm)	Độ lệch chuẩn	Năm tốt nhất	Năm kém nhất	Mức giảm cao nhất
0% vàng	100.000	580.229	6,7	9,8	25,0	-24,5	-36,6
5% vàng	100.000	621.662	7,0	10,0	25,7	-25,3	-37,0
10% vàng	100.000	658.702	7,3	9,5	25,5	-22,4	-32,8

Nguồn: Aseansc Research

IV PHỤ LỤC



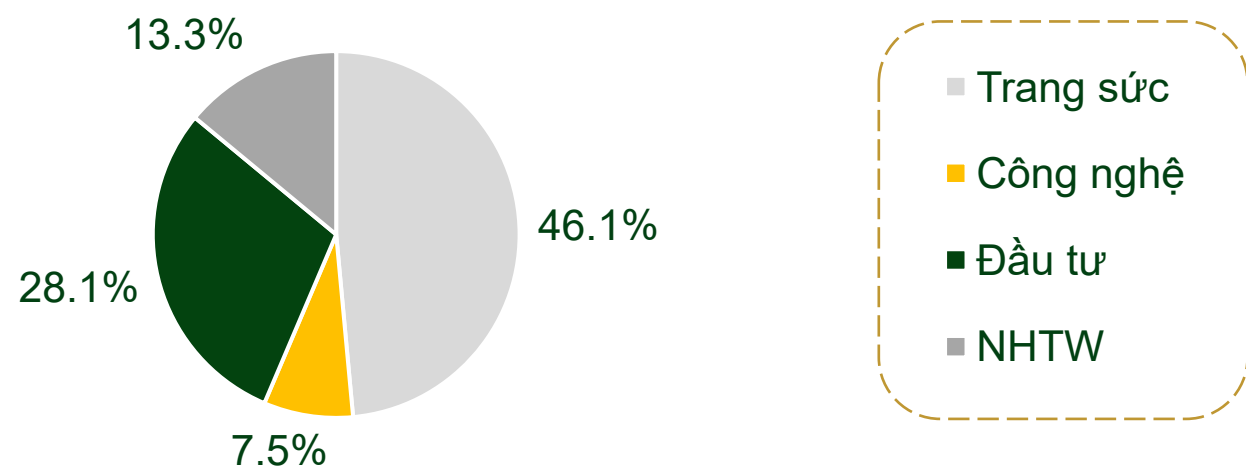
1. Tổng quan nhu cầu sử dụng và các yếu tố chính ảnh hưởng đến giá vàng trong quá khứ

Xét về dài hạn, vàng không chỉ được sử dụng trong sản xuất và chế tác trang sức mà còn giữ vai trò quan trọng như một tài sản đầu tư và dự trữ chiến lược. Trong cơ cấu nhu cầu toàn cầu, vàng phục vụ cho mục đích đầu tư và dự trữ của các NHTW hiện chiếm khoảng 44%, thấp hơn so với nhu cầu trang sức (khoảng 46%), trong khi nhu cầu cho lĩnh vực công nghệ chỉ chiếm tỷ trọng khiêm tốn, khoảng 10%. Mặc dù không chiếm tỷ trọng lớn nhất, nhu cầu đầu tư và dự trữ lại là yếu tố có ảnh hưởng quyết định đến biến động giá vàng trong các chu kỳ thị trường.

Thực tế cho thấy, giá vàng thường biến động đồng pha với xu hướng gia tăng nhu cầu đầu tư và tích lũy vàng của các NHTW, đặc biệt thể hiện rõ trong các giai đoạn bất ổn vĩ mô. Cụ thể,

Biểu đồ 18: Vàng dùng cho trang sức chiếm tỷ trọng cao nhất...

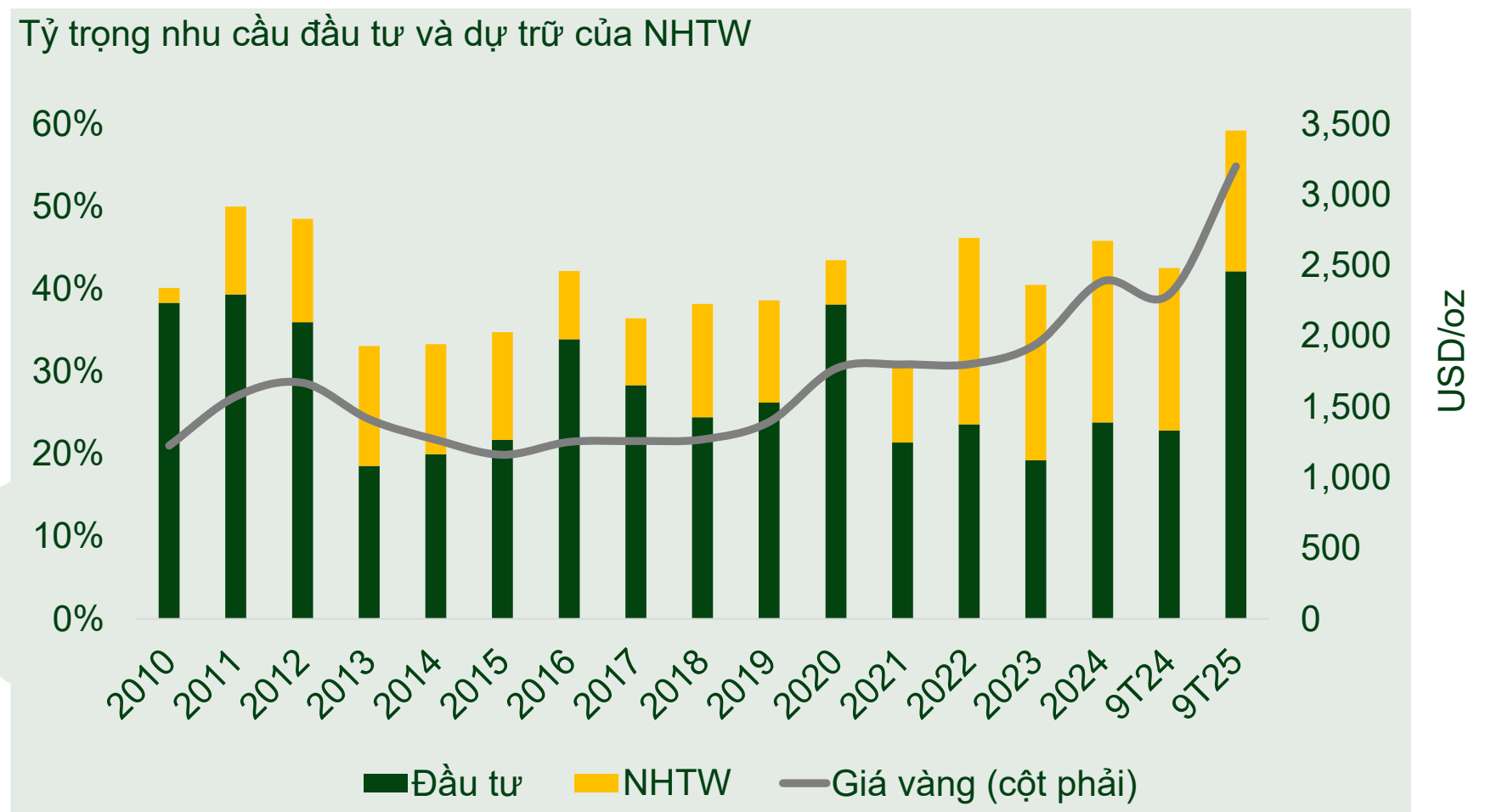
Nhu cầu vàng theo tỷ trọng



Nguồn: Aseansc Research, WGC

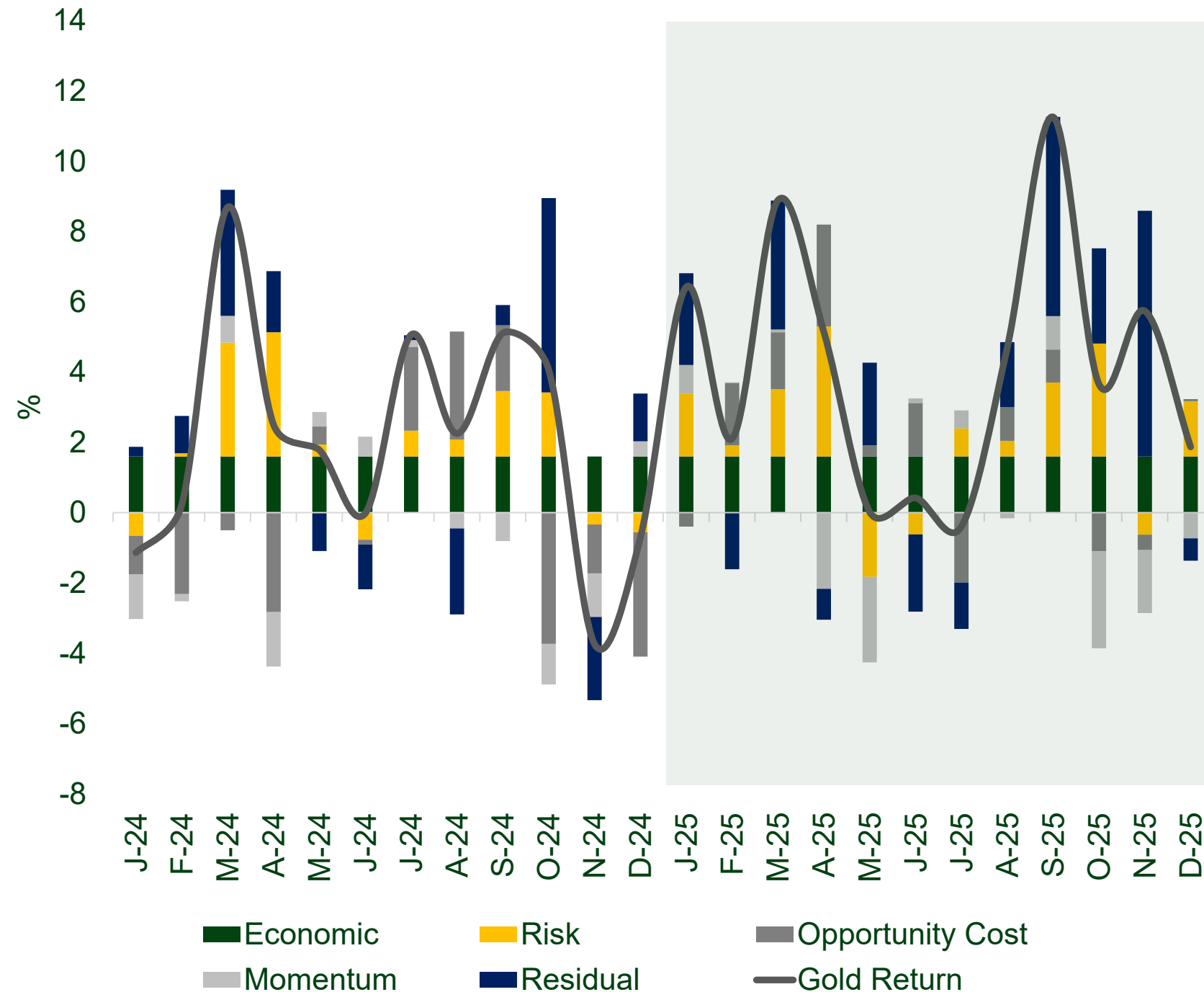
Trong chu kỳ 2010–2012, giá vàng tăng mạnh 17%/năm, tương ứng với mức gia tăng đáng kể của nhu cầu đầu tư và dự trữ toàn cầu (tăng 8 đpt), phản ánh vai trò trú ẩn của vàng trước khủng hoảng nợ công EU và bất ổn tiền tệ. Tương tự, trong giai đoạn 2024–2025, giá vàng tăng +39% YoY, tiếp tục song hành với xu hướng gia tăng tích lũy vàng từ khu vực NHTW và dòng vốn đầu tư phòng thủ (tỷ trọng trong nhu cầu tăng 18 đpt YoY), trong bối cảnh rủi ro địa chính trị và chính sách tiền tệ toàn cầu phân hóa. Những ảnh hưởng này được nhìn thấy rõ nhất thông qua mô hình GRAM* dưới đây:

Biểu đồ 19: ...Tuy nhiên, đầu tư và dự trữ mới là những yếu tố chính trong nhu cầu tác động lên biến động giá vàng



Biểu đồ 20: Các yếu tố rủi ro và phi truyền thống là những động lực chính cho đà tăng của giá vàng trong 2025

%MoM giá vàng và mô hình GRAM*



Nguồn: WGC

Năm 2025, những biến động của giá vàng chủ yếu được dẫn dắt bởi 2 yếu tố: (i) Bất định trong địa chính trị và (ii) Những yếu tố phi truyền thống – không được giải thích bởi mô hình các yếu tố chính – ước tính lần lượt đóng góp 20% và 33% vào mức tăng của giá vàng trong 2025. Mức độ đóng góp của 2 yếu tố này cao hơn so với năm 2024 phản ánh nhu cầu đầu tư, tích trữ vàng tăng lên như 1 tài sản chống lại rủi ro, trước những biến động lớn trong môi trường địa chính trị quốc tế, từ Đông Âu đến Trung Đông và gần đây là khu vực Nam Mỹ. Bên cạnh đó, sự yếu đi của đồng USD và dòng tiền đầu cơ cũng đóng góp trung bình lần lượt 16% và 15%

Các yếu tố phi chính thức (phần dư không được giải thích bởi các yếu tố vĩ mô trong mô hình GRAM) đóng góp đáng kể vào mức tăng của giá vàng. Chúng tôi cho rằng, yếu tố này là tổng hòa của những tác nhân sau: các ngân hàng Trung Ương (NHTW) tiếp tục mua vàng, rủi ro địa chính trị thúc đẩy cả các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức tích trữ vàng, và hiện tượng sử dụng vàng làm tài sản thế chấp cho khoản vay tăng lên

Giải thích các biến trong mô hình GRAM:

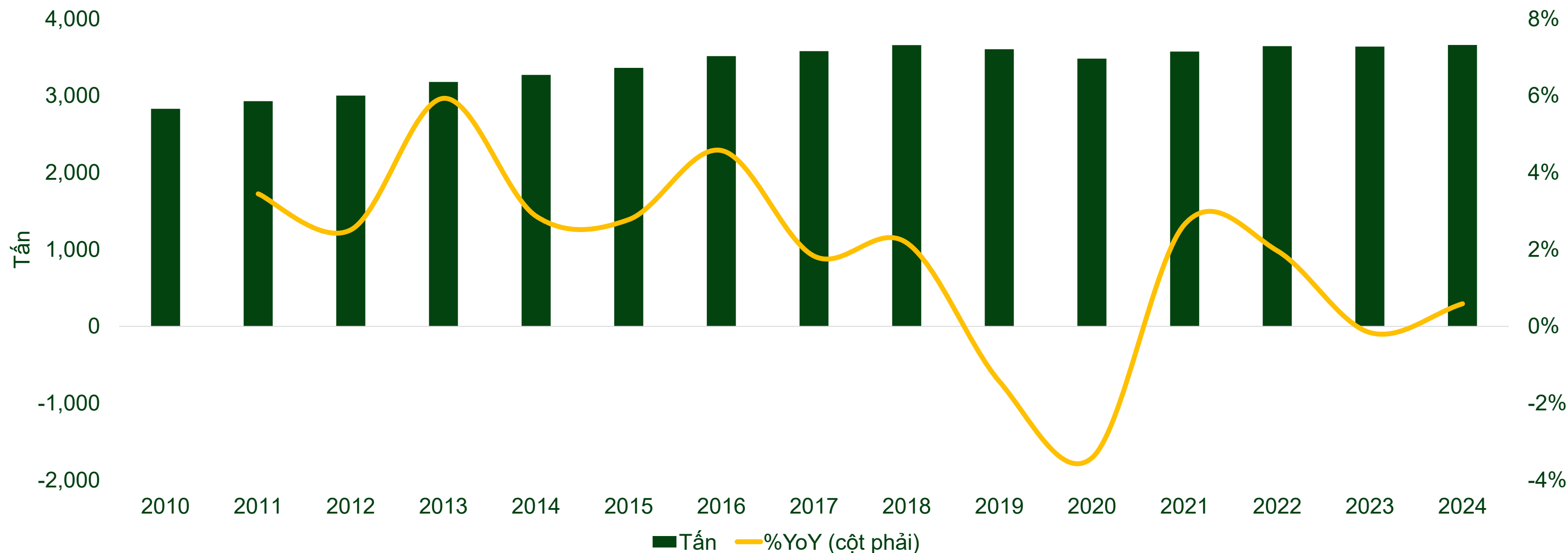
Chi phí cơ hội (Opportunity Cost): Đo lường sức hấp dẫn của vàng so với các tài sản sinh lời như trái phiếu và tiền tệ. **Rủi ro (Risk):** Phản ánh nhu cầu coi vàng là nơi trú ẩn an toàn. **Tăng trưởng kinh tế (Economic Expansion):** trong mô hình ngắn hạn, đây là một hằng số dương đại diện cho nhu cầu tiêu thụ dài hạn (trang sức, công nghệ) được thúc đẩy bởi thu nhập gia tăng. **Đà tăng trưởng (Momentum):** Thể hiện tâm lý đầu cơ và xu hướng dòng tiền, thể hiện qua dòng vốn ETF và vị thế trên sàn COMEX. **Phần dư (Residual):** Là phần biến động giá không được giải thích bởi 4 yếu tố trên.

2. Nguồn cung vàng tăng rất chậm qua các năm

Nguồn cung vàng tăng chậm, khó bù đắp, với sản lượng sản xuất trong 5 năm gần đây gần như không tăng lên, chỉ dao động ở mức 3.600 tấn/năm. Nguồn cung tăng chậm, trong khi nhu cầu đầu tư và tích trữ tăng lên đột biến trong các giai đoạn biến động khiến giá vàng tăng cao.

Biểu đồ 21: Nguồn cung vàng tăng rất chậm

Sản lượng vàng được khai thác qua các năm



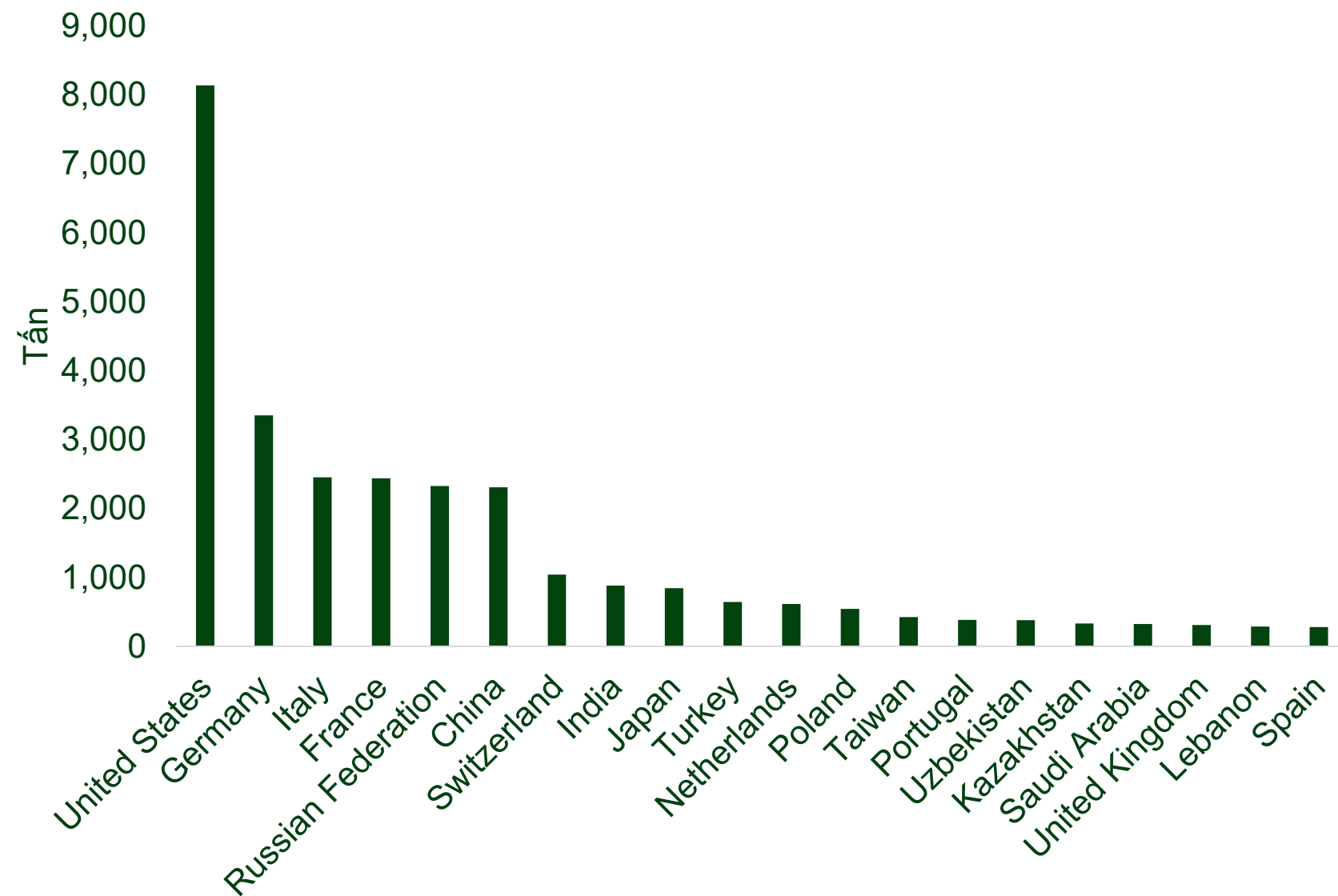
Nguồn: WGC

3. Tình trạng nắm giữ vàng của các NHTW

Có sự phân hóa rõ rệt trong chiến lược dự trữ vàng của các NHTW theo cả quy mô tuyệt đối và tỷ trọng. Mỹ hiện nắm giữ lượng vàng lớn nhất thế giới, bỏ xa các quốc gia còn lại, trong khi nhóm theo sau chủ yếu là các nền kinh tế phát triển tại châu Âu. Xét theo tỷ trọng trong tổng dự trữ, các ngân hàng trung ương phương Tây chiếm ưu thế rõ rệt với tỷ lệ vàng trên 50%, phản ánh vai trò chiến lược lâu dài của vàng trong cấu trúc dự trữ. Ngược lại, nhiều quốc gia châu Á và thị trường mới nổi vẫn duy trì tỷ trọng vàng thấp hơn, cho thấy dự địa gia tăng phân bổ vàng còn lớn trong trung – dài hạn, đặc biệt trong bối cảnh xu hướng đa dạng hóa dự trữ và giảm phụ thuộc vào USD ngày càng gia tăng.

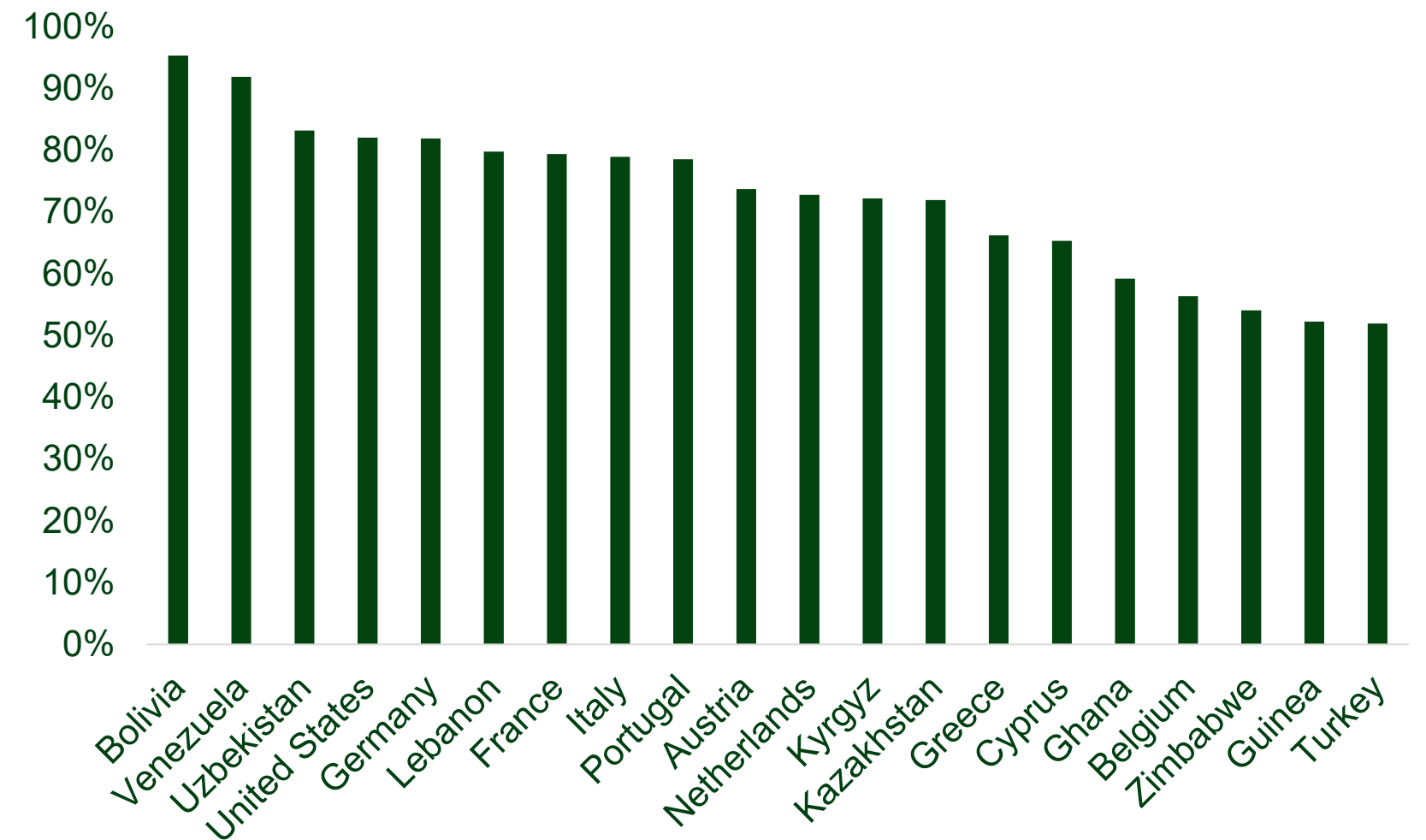
Biểu đồ 22: NHTW Mỹ dự trữ nhiều vàng nhất thế giới

20 NHTW nắm giữ nhiều vàng nhất



Biểu đồ 23: Các NHTW phương Tây có tỷ trọng dự trữ vàng cao (trên 50%) so với các quốc gia châu Á

20 NHTW giữ nhiều vàng nhất trong dự trữ

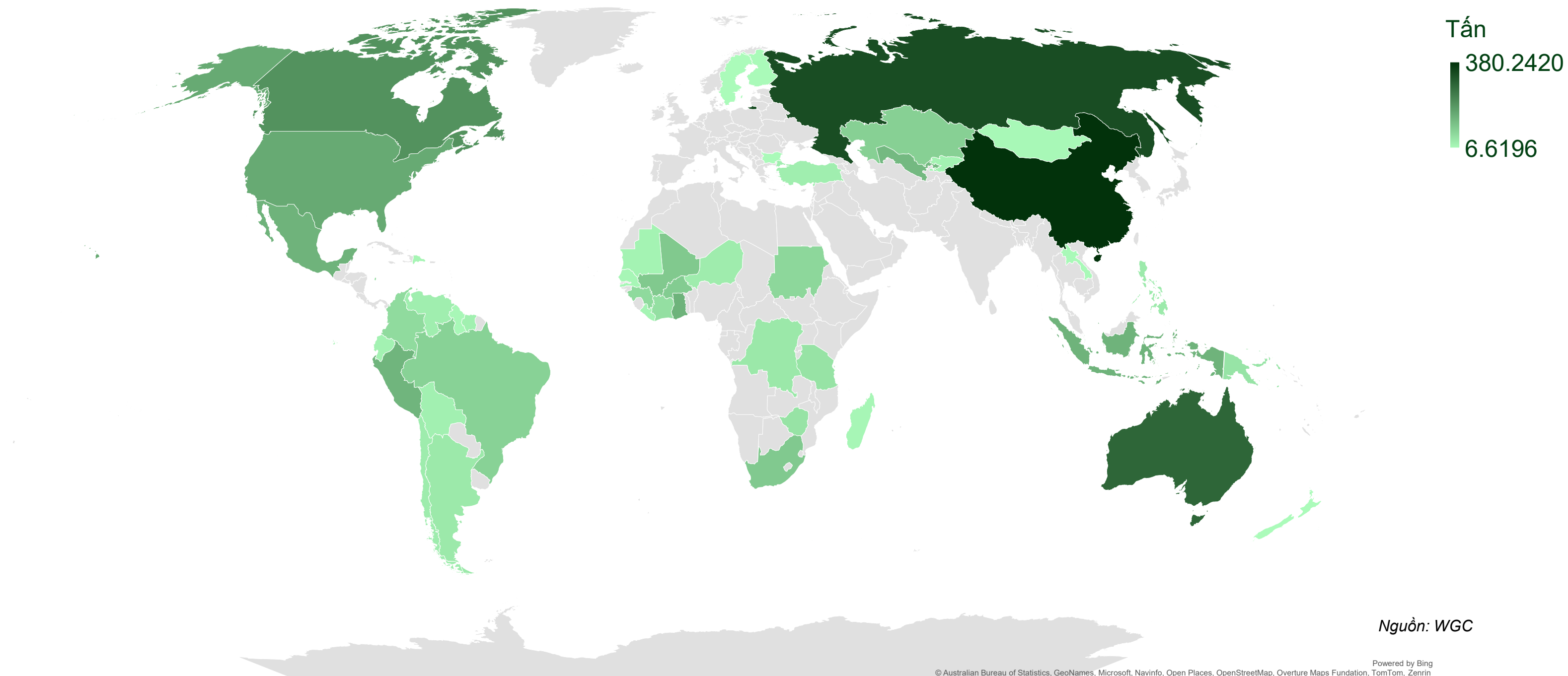


Nguồn: WGC

4. Các quốc gia sản xuất và tiêu thụ vàng lớn

Hiện tại Trung Quốc là nhà sản xuất lớn nhất, cùng với Nga, Australia, Canada. Nhóm quốc gia này chiếm khoảng 40% sản lượng vàng toàn cầu

Biểu đồ 24: Trung Quốc là quốc gia sản xuất vàng lớn nhất thế giới



5. Trữ lượng vàng còn lại còn có thể khai thác

Với tốc độ khai thác hiện nay, chúng ta sẽ khai thác hết vàng trong khoảng 2 thập kỷ tới. Nguồn cung vàng là hữu hạn ở khoảng 300 nghìn tấn. Tính đến hết 2025, thế giới đã khai thác được 80% - tương đương khoảng 216.265 tấn, trong đó 70% sản lượng này được khai thác từ 1950. Lượng còn lại có thể khai thác một cách kinh tế là 64.000 tấn

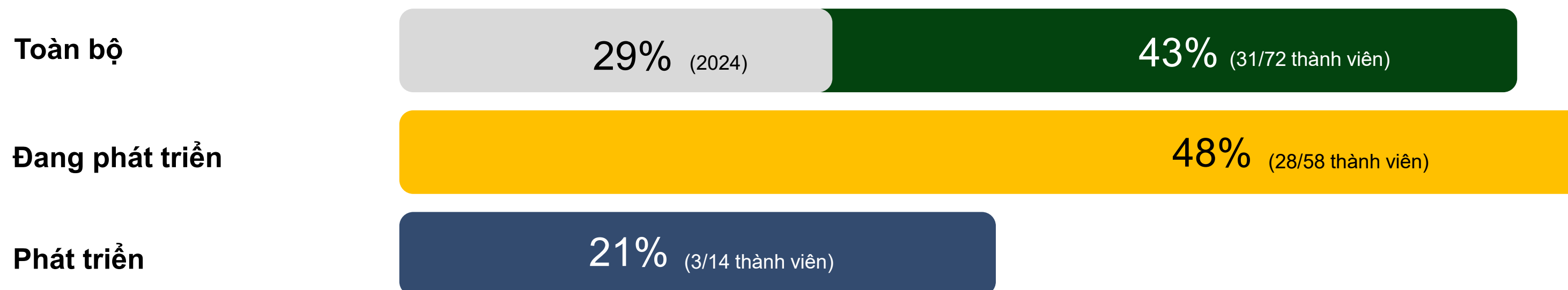


Nguồn: Aseansc Research

6. Khảo sát nhu cầu nắm giữ vàng của một số NHTW trên thế giới

Khảo sát tháng 06/2025 của WGC cho thấy xu hướng gia tăng dự trữ vàng trong 12 tháng tới của các NHTW tiếp tục được củng cố, với 43% số NHTW dự báo tăng nắm giữ, cao hơn đáng kể so với mức 29% năm 2024. Động lực chính đến từ nhóm nền kinh tế mới nổi, nơi gần một nửa số người trả lời kỳ vọng mở rộng dự trữ vàng nhằm đa dạng hóa dự trữ ngoại hối, giảm phụ thuộc vào USD và nâng cao khả năng chống chịu trước rủi ro địa chính trị – vĩ mô. Ngược lại, các nền kinh tế phát triển thể hiện quan điểm thận trọng hơn khi tỷ lệ dự báo tăng dự trữ vàng ở mức thấp, phản ánh trạng thái ổn định của cấu trúc dự trữ và áp lực đa dạng hóa không quá lớn.

Biểu đồ 25: Các NHTW tiếp tục giữ quan điểm sẽ gia tăng dự trữ vàng trong 12 tháng tới



Nguồn: WGC

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Công ty Cổ phần chứng khoán ASEAN

Địa chỉ: Tầng 4,5,6,7 số 3 Đặng Thái Thân, P.Phan Chu Trinh, Q.Hoàn Kiếm, Hà Nội

Website: www.aseansc.com.vn | Hotline: 1900 638 088

Email: research@aseansc.com.vn

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này bao gồm các nhận định chủ quan và dựa trên nguồn thông tin tin cậy và cơ sở phân tích chi tiết, cẩn trọng. ASEANSC không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này đồng thời bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn ra quyết định cụ thể nào. Người sử dụng báo cáo nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định của chính mình. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước. Bản báo cáo này được giữ bản quyền ASEANSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của ASEANSC đều trái luật.