

KHOÍ PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Mỹ Liên

Trưởng phòng

liennguyen@phs.vn

Bui Thi Quynh Nga

Supervisor

ngabui@phs.vn

- Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm (UST10Y) tăng lên 5.18%, cao nhất kể từ 7/2007, trong khi chỉ số DXY vượt 101 điểm. Ngày 16/09, Fed tăng lãi suất 25 bps lên 3.75 - 4.00%, đi ngược kỳ vọng nói lỏng khi ông Warsh nhậm chức. Quyết định này hợp lý khi giá dầu tăng trở lại, lạm phát nằm trên mục tiêu hơn 5 năm và kinh tế Mỹ vẫn vững.
- Sâu xa hơn, thị trường TPCP Mỹ đang mất cân đối cung cầu. Thâm hụt ngân sách khoảng 2,000 tỷ USD và 10 nghìn tỷ USD nợ đáo hạn trong 12 tháng tới tạo áp lực cung lớn, trong khi lượng nắm giữ của Trung Quốc giảm về mức thấp nhất kể từ 2008. PHS cho rằng Fed sẽ tăng lãi suất thêm 1 lần trong năm 2026 lên 4.00 - 4.25%, và UST10Y nhiều khả năng neo trong vùng 5.0 - 5.5%.
- Trong nước, lạm phát tiến sát trần mục tiêu 4.5%, lợi suất TPCP tăng trên toàn đường cong. Áp lực phát hành lớn trong quý 4 và nhu cầu vốn đầu tư công sẽ tiếp tục đẩy lợi suất đi lên. Tỷ giá vẫn là bộ đệm lớn nhất, nhưng nếu dòng vốn vào không đạt kỳ vọng, áp lực tỷ giá gia tăng, NHNN có thể phải nâng lãi suất OMO lên trên 5%.
- Với chứng khoán, trong ngắn hạn, triển vọng tăng trưởng GDP và việc nâng hạng là lực đỡ chính, nhưng trong trung dài hạn, VN-Index có rủi ro điều chỉnh về vùng 1,600-1,650 điểm.
- Lợi suất Mỹ chỉ có thể hạ nhiệt khi giá dầu giảm nhờ chiến sự Iran lắng dịu, giúp lạm phát hạ nhiệt, cùng với việc Mỹ đạt thỏa thuận rộng hơn với Trung Quốc để khôi phục lực cầu đối với TPCP Mỹ.

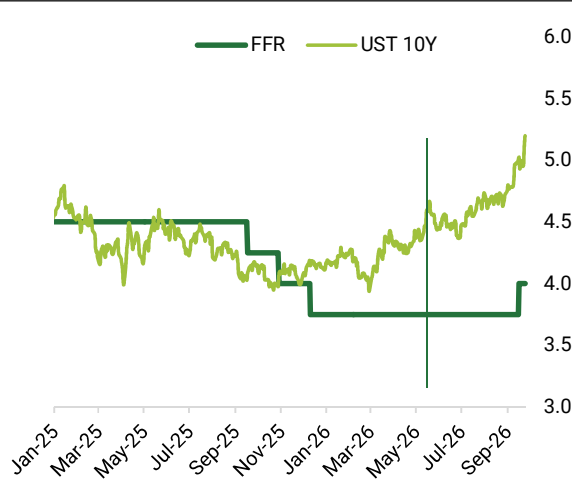
1. Lợi suất Mỹ tăng lên mức cao nhất 19 năm

Ngày 16/09, FOMC nhất trí (12-0) tăng lãi suất điều hành 25 bps lên 3.75-4.00%, đây là lần tăng đầu tiên kể từ 7/2023 của Fed. Biểu đồ dot plot còn phát đi tín hiệu điều hòa hơn, trung vị lãi suất cuối năm 2026 được nâng lên 4.1% (hàm ý thêm một lần tăng), cuối năm 2027 được giữ ở 4.1% thay vì 3.6% như dự phóng hồi tháng 6. Theo đó, **UST10Y đã vọt lên 5.18% ngày 24/09 - mức cao nhất kể từ 7/2007**; lợi suất 30 năm lên 5.47% và 2 năm lên 4.87%.

Diễn biến này trái ngược hoàn toàn với kỳ vọng của thị trường và cả của chúng tôi ở thời điểm vài tháng trước. Trước đó, khi ông Kevin Warsh nhậm chức Chủ tịch Fed (22/05), thị trường kỳ vọng một chu kỳ cắt giảm lãi suất hoặc ít nhất là mặt bằng lãi suất đi ngang. Kỳ vọng này càng được củng cố khi căng thẳng Mỹ - Iran cũng từng hạ nhiệt sau lệnh ngừng bắn vào ngày 08/04 và thỏa thuận hòa bình sơ bộ, dòng chảy qua eo biển Hormuz dần phục hồi và khiến cho giá Brent có thời điểm lùi về 73.7 USD/thùng vào giai đoạn cuối tháng 6, thấp nhất kể từ khi chiến sự nổ ra. Thị trường trái phiếu Mỹ cũng phục hồi niềm tin và giảm nhiệt từ quanh mức 4.7 - 4.8% về dưới 4.4%.

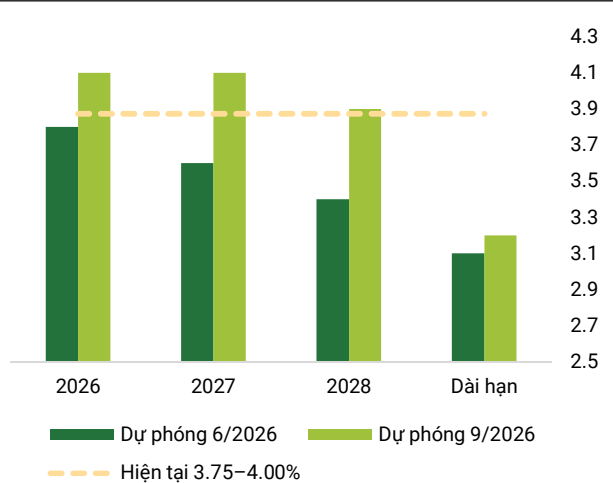
Tuy nhiên, vùng giá dầu thấp chỉ kéo dài khoảng 2 tuần, Mỹ không kích Iran trở lại (08/07), khôi phục lệnh trừng phạt dầu mỏ, và đến tháng 9 xung đột lan sang cả tàu chở dầu tại Hormuz. Brent quay lại 104.7 USD/thùng còn UST10Y tăng một mạch gần 80 bps. Cùng lúc, chỉ số DXY cũng tăng từ vùng 98.8 điểm đầu tháng 9 lên hơn 101 điểm (24/09), mức cao nhất trong gần 2 tháng, khi thị trường đặt cược Fed sẽ tiếp tục thắt chặt.

Hình 1: Lãi suất điều hành của Fed và lợi suất UST10Y (%)



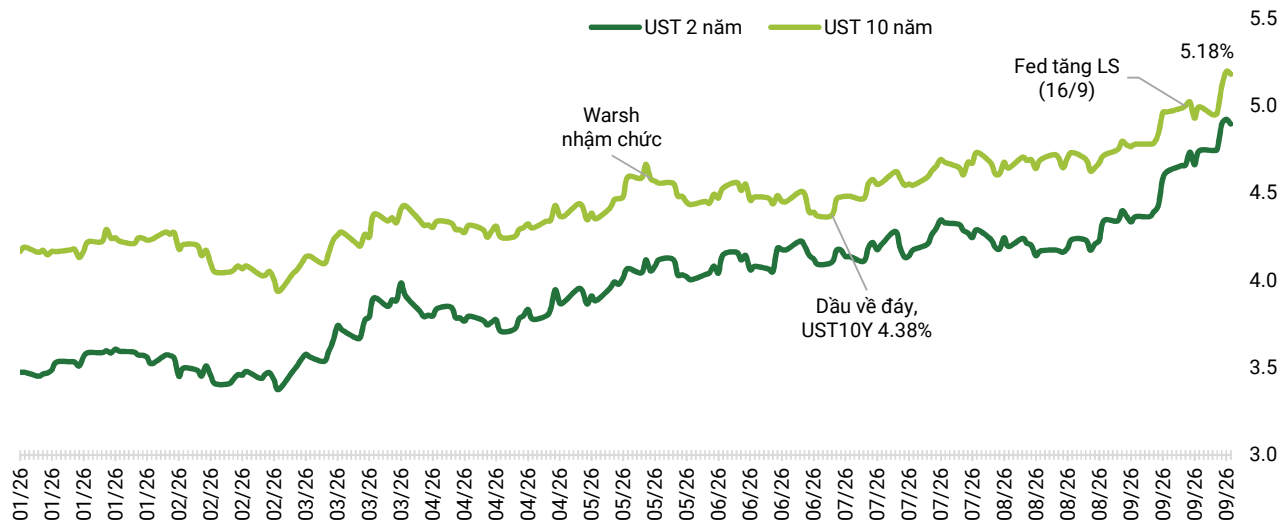
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 2: Dot plot của Fed (%)



Nguồn: Fed, PHS tổng hợp

Hình 3: Lợi suất TPCP Mỹ năm 2026 (%)



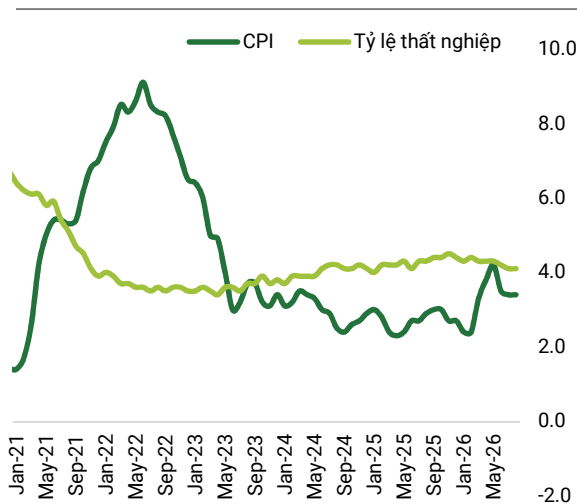
Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Việc Fed tăng lãi suất, xét về bản chất, là hợp lý với bối cảnh và các số liệu kinh tế hiện tại của Mỹ.

- **Cú sốc năng lượng quay lại** khiến giá dầu diesel tại Mỹ lập kỷ lục trên 6 USD/gallon. CPI tháng 8 tăng 0.4% MoM, 3.4% YoY; trong đó năng lượng +16.3%, xăng +27.4% YoY.
- **Lạm phát dai dẳng (sticky).** Dù CPI lõi chỉ tăng 2.4% YoY, nhóm dịch vụ không gồm nhà ở vẫn trên 3% YoY; PCE lõi quý 2 tăng 3.6% (theo năm). Quan trọng hơn, xét trong dài hạn, lạm phát PCE đã nằm trên mục tiêu 2% liên tục từ năm 2021, tức hơn 5 năm, và Fed vừa nâng dự báo PCE lõi 2026 lên 3.4%, đồng nghĩa với năm thứ 6 lạm phát chưa về mục tiêu.
- **Kinh tế Mỹ vẫn khỏe, thị trường lao động vững.** Bảng lương phi nông nghiệp tiếp tục mở rộng, riêng tháng 8 tăng 162 nghìn, cao nhất trong 5 tháng. Tỷ lệ thất nghiệp neo ổn định quanh 4.1%, và

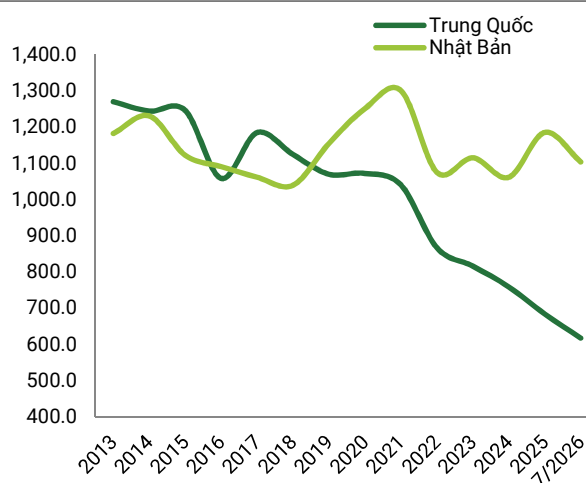
Fed đã hạ dự báo thất nghiệp 2026-2027 từ 4.3% xuống 4.1%. Về tăng trưởng, PMI sản xuất lên 57 điểm, cao nhất kể từ 2021, còn PMI dịch vụ đạt 58.7 điểm. Fed cũng nâng dự báo GDP 2026 lên 2.3% và 2027 lên 2.4%. Với một nền kinh tế vẫn tăng trưởng tốt và thị trường lao động không có dấu hiệu suy yếu, Fed không có lý do để tiếp tục giữ chính sách nới lỏng khi lạm phát còn cao.

Hình 4: Lạm phát và tỷ lệ thất nghiệp tại Mỹ (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 5: TPCP Mỹ do Trung Quốc và Nhật Bản nắm giữ (tỷ USD)

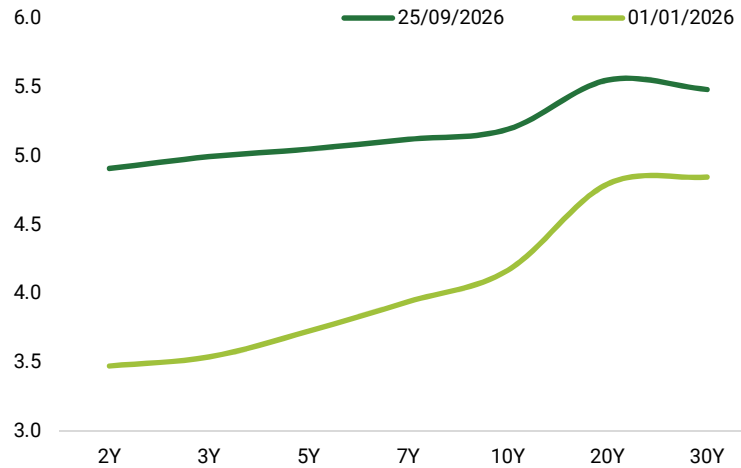


Nguồn: US Treasury (TIC), PHS tổng hợp

Bên cạnh đó, Bộ Tài chính Mỹ thực tế đã can thiệp để hỗ trợ thị trường trái phiếu, nhưng hiệu quả rất hạn chế. Ngày 19/08, Bộ Tài chính tăng gấp đôi quy mô mua lại trái phiếu kỳ hạn dài. Lợi suất chỉ hạ nhiệt trong ngắn hạn, sau đó nhanh chóng bật tăng thêm hơn 50 bps. Nguyên nhân là quy mô buyback quá nhỏ so với nhu cầu vay nợ của Chính phủ Mỹ. Thâm hụt ngân sách 11 tháng tài khóa 2026 đã chạm ~2,000 tỷ USD, chi trả lãi vay ròng lần đầu vượt 1,000 tỷ USD, còn nợ công đã lên 40.1 nghìn tỷ USD (~123% GDP). Đáng chú ý, khoảng 1/3 lượng nợ phát hành ra công chúng (~10 nghìn tỷ USD) sẽ đáo hạn trong 12 tháng tới. **Nói cách khác, lợi suất dài hạn đang bị đẩy lên bởi cả kỳ vọng lạm phát lẫn phần bù kỳ hạn, do áp lực cung đến từ cả phát hành mới lẫn tái cấp vốn cho lượng nợ đáo hạn của Chính phủ Mỹ.**

Ở phía cầu, lực mua TPCP Mỹ từ nhà đầu tư nước ngoài cũng suy giảm liên tục. Lượng TPCP Mỹ do Trung Quốc nắm giữ giảm về 618 tỷ USD trong tháng 7/2026, thấp nhất kể từ năm 2008 và chỉ còn chưa đến một nửa mức đỉnh hơn 1,300 tỷ USD năm 2013. Không chỉ Trung Quốc, tổng lượng nắm giữ của nhà đầu tư nước ngoài cũng giảm hai tháng liên tiếp về 9.25 nghìn tỷ USD, mức thấp nhất trong 9 tháng. Tính theo tỷ trọng, nhà đầu tư nước ngoài hiện chỉ nắm khoảng 30% lượng TPCP Mỹ do công chúng nắm giữ, giảm mạnh so với mức xấp xỉ 50% giai đoạn 2008 - 2014, cho thấy nhà đầu tư quốc tế ngày càng thận trọng hơn với vị thế trên TPCP Mỹ. Khi nguồn cung tăng mạnh trong khi lực cầu từ nước ngoài suy yếu, lợi suất buộc phải tăng để thu hút người mua mới.

Hình 6: Đường cong lợi suất TPCP Mỹ (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Đường cong lợi suất Mỹ đã dịch chuyển lên toàn bộ và phẳng dần, lợi suất ngắn hạn tăng nhanh hơn dài hạn. Điều này cho thấy động lực chính đến từ việc thị trường định giá lại lộ trình chính sách của Fed. Với lợi suất 2 năm ở mức 4.87%, thị trường đang kỳ vọng mặt bằng lãi suất điều hành còn cao hơn cả dự phóng 4.1% của Fed, hàm ý khả năng Fed tăng thêm 2 lần là không nhỏ. Ở đoạn dài của đường cong, lợi suất kỳ hạn 20 năm (5.53%) đã vượt cả kỳ hạn 30 năm (5.47%), dù đầu năm vẫn thấp hơn. Diễn biến này càng cho thấy nhà đầu tư đang đòi hỏi mức bù cao hơn để nắm giữ trái phiếu dài hạn, đặc biệt là kỳ hạn kém thanh khoản như 20 năm, trong bối cảnh nguồn cung dồi dào. Kịch bản đường cong dốc lên từng được kỳ vọng khi ông Warsh nhậm chức, tức lãi suất ngắn hạn giảm còn dài hạn neo cao, đã không xảy ra; thay vào đó, toàn bộ đường cong cùng dịch chuyển lên.

PHS cho rằng Fed sẽ tăng lãi suất thêm 1 lần trong năm 2026, lên 4.00-4.25%. Rủi ro nghiêng về khả năng tăng 2 lần nếu giá Brent duy trì trên 100 USD/thùng và kinh tế Mỹ tiếp tục giữ được đà tăng trưởng. Sang năm 2027, Fed nhiều khả năng sẽ duy trì lãi suất ở mức cao ít nhất đến hết nửa đầu năm, và chỉ có thể cắt giảm khi căng thẳng tại eo biển Hormuz được giải quyết dứt điểm. Với mặt bằng lãi suất điều hành tiếp tục đi lên và áp lực nguồn cung trái phiếu chưa có lời giải, lợi suất UST10Y nhiều khả năng sẽ neo trong vùng 5.0-5.5% trong phần còn lại của năm.

2. Các tác động lên thị trường Việt Nam

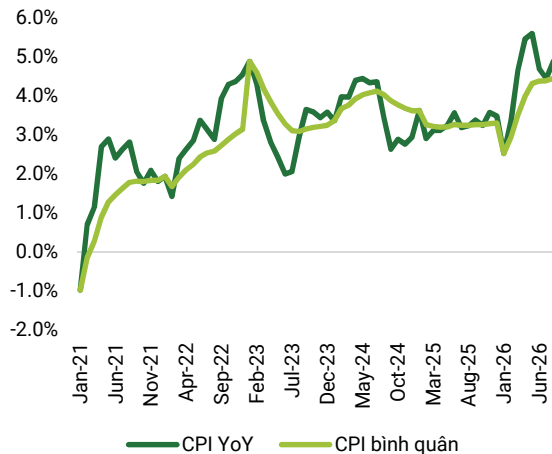
2.1. Lãi suất trong nước - áp lực tăng chưa dừng lại

Lạm phát trong nước chịu tác động trực tiếp từ giá dầu thế giới tăng cao. CPI tháng 8 bật tăng trở lại lên mức 4.89% YoY, đặc biệt CPI bình quân 8 tháng đã tăng lên mức 4.45% - chỉ còn cách trần mục tiêu 4.5% 5 điểm cơ bản; lạm phát cơ bản tháng 8 ở mức 4.55% YoY cho thấy giá dầu đã lan sang mặt bằng giá chung. Cùng với nhu cầu tiêu dùng tăng theo mùa vụ cuối năm và việc đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, áp lực lạm phát có thể sẽ còn gia tăng.

Từ đầu năm đến ngày 25/09, cả đường cong lợi suất thứ cấp đã dịch chuyển lên, nhưng mức tăng không đồng đều giữa các kỳ hạn. So với đầu năm, lợi suất TPCP tại các kỳ hạn 5 - 7 năm tăng mạnh nhất, khoảng 80-100

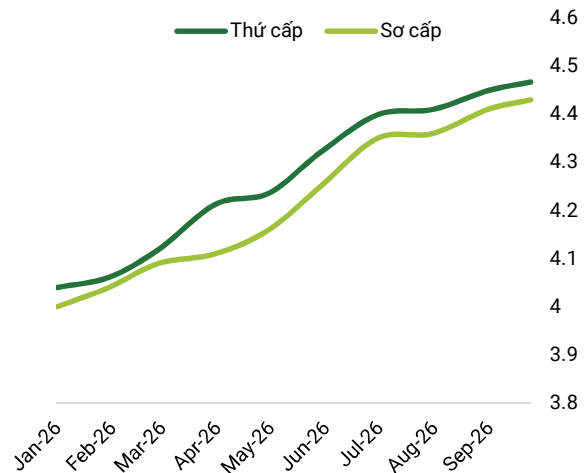
bps; riêng kỳ hạn 5 năm tăng từ 3.25% lên 4.30%. Kỳ hạn 10 năm chỉ tăng khoảng 40 bps, lên 4.47%. Đoạn giữa đường cong bị đẩy lên mạnh nhất cho thấy áp lực chủ yếu đến từ chi phí vốn ngắn hạn của ngân hàng, lực cầu chính của TPCP, chứ không chỉ từ kỳ vọng dài hạn. Bên cạnh đó, lợi suất thứ cấp vẫn duy trì mức cao hơn so với sơ cấp. Khi KBNN nâng nhẹ lãi suất trúng thầu kỳ hạn 10 năm từ 4.40% (cuối tháng 8) lên 4.43%, tỷ lệ trúng thầu đã cải thiện rõ rệt, nhiều phiên còn mở thêm phiên phát hành buổi chiều.

Hình 7: Lạm phát trong nước (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 8: Lợi suất TPCP sơ cấp và thứ cấp đối với kỳ hạn 10 năm trong năm 2026 (%)



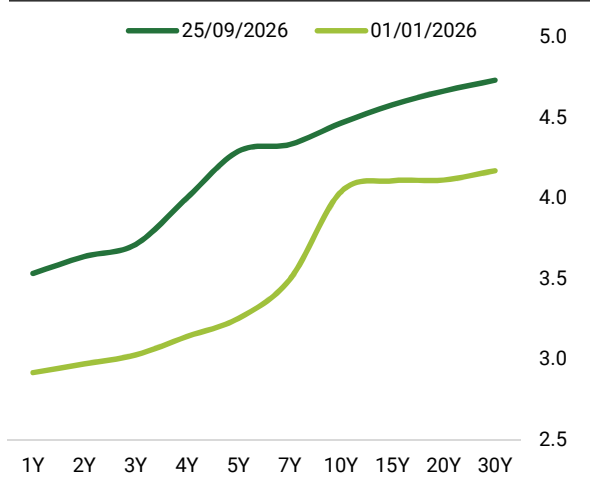
Nguồn: VBMA, Bloomberg, PHS tổng hợp

Carry trade gần như không còn. Lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn ON-1W thường xuyên dao động trong vùng 4.5 - 7% (thậm chí có những giai đoạn cao điểm tăng lên trên 10%), tức ngang hoặc cao hơn lợi suất TPCP 5-10 năm (4.3 - 4.5%). Việc vay ngắn hạn để nắm giữ TPCP vì thế không còn sinh lời, thậm chí lỗ. Cộng thêm lãi suất tiền gửi 6 tháng tại nhiều ngân hàng đã từ 7% trở lên, các ngân hàng không còn động lực tích lũy TPCP, và còn có xu hướng bán ra để cơ cấu danh mục, cân đối thanh khoản cuối năm.

Nguồn cung dồi dào về cuối năm. Tính đến 23/09, KBNN đã huy động được khoảng 293 nghìn tỷ đồng, mới đạt khoảng 58% kế hoạch 500 nghìn tỷ. Để hoàn thành kế hoạch, KBNN cần phát hành khoảng 15 nghìn tỷ đồng/tuần trong quý 4 (gấp đôi tốc độ bình quân từ đầu năm khoảng 7.6 nghìn tỷ/tuần). Do đó, chúng tôi cho rằng lợi suất TPCP sẽ tiếp tục tăng trong quý 4.

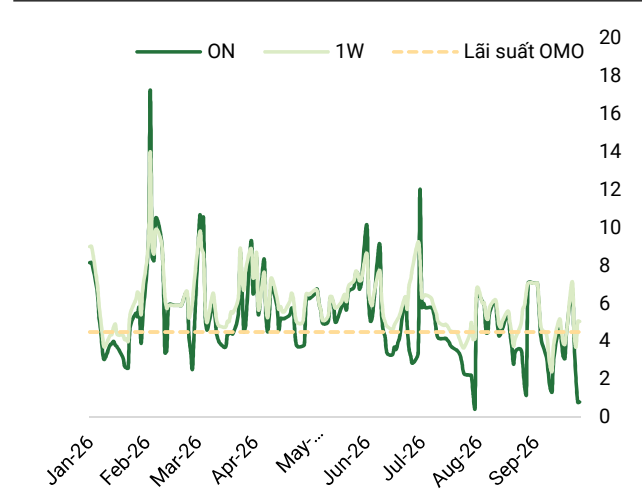
Áp lực dự kiến sẽ kéo dài sang năm 2027. Kế hoạch đầu tư công trung hạn 2026 - 2030 lên tới 8.22 triệu tỷ đồng (gần gấp 3 giai đoạn 2021- 2025), trong khi giải ngân năm 2026 mới đạt khoảng 1/2 kế hoạch sau 8 tháng, phần vốn dồn lại sẽ làm nhu cầu vay nợ năm 2027 tiếp tục ở mức cao. Do đó, lợi suất TPCP năm 2027 vẫn sẽ chịu áp lực tăng.

Hình 9: Đường cong lợi suất TPCP thứ cấp ở các kỳ hạn (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

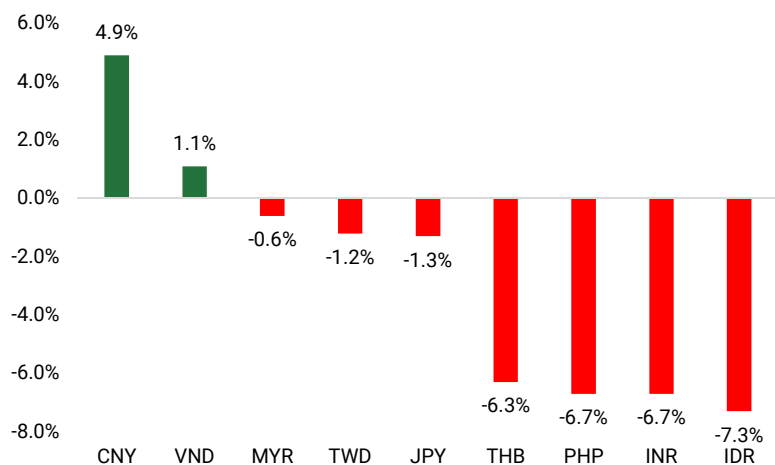
Hình 10: Lãi suất liên ngân hàng ON-1W (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Tỷ giá - "bộ đệm" lớn nhất hiện tại. Bất chấp chỉ số DXY vượt 100 điểm và Fed tăng lãi suất, tỷ giá liên ngân hàng trong nước vẫn ổn định quanh mức 26,000. Nếu so với đầu năm, VND thậm chí còn tăng giá khoảng 1.1% so với USD. Trong cùng thời gian, các đồng tiền trong khu vực như IDR, PHP, INR và THB đã mất giá 5-7% so với USD. Nhờ tỷ giá ổn định, NHNN có dư địa để hỗ trợ thanh khoản linh hoạt mỗi khi thị trường căng thẳng. Ngày 21-22/09, khi lãi suất qua đêm vọt lên 7%, NHNN lập tức bơm ròng khoảng 48 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO với lãi suất 4.5%. Cùng lúc, NHNN mở lại kênh hoán đổi ngoại tệ kỳ hạn 7 ngày với quy mô tối đa 2 tỷ USD, gấp đôi đợt tháng 6. Chỉ sau hai phiên, lãi suất qua đêm đã giảm về 2.5%.

Hình 11: Biến động của VND và các đồng tiền trong khu vực so với USD từ đầu năm (%)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

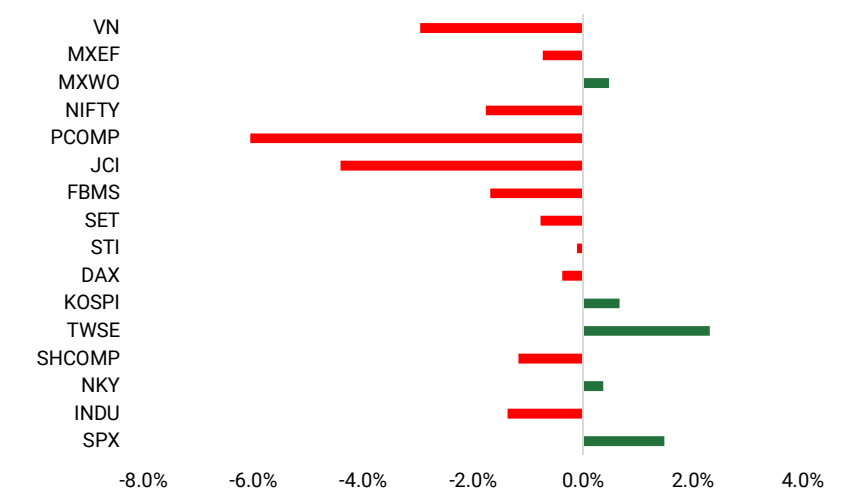
PHS cho rằng, nếu tỷ giá tiếp tục ổn định nhờ dòng vốn vào duy trì tích cực, NHNN sẽ giữ nguyên cách điều hành như hiện tại. Khi đó, lãi suất liên ngân hàng sẽ neo quanh vùng 4-5%, và NHNN sẵn sàng bơm thanh khoản mỗi khi thị trường căng thẳng cục bộ. Ngược lại, tỷ giá khó giữ được sự ổn định nếu dòng vốn vào không đạt kỳ vọng. Khi đó, áp lực lên tỷ giá sẽ quay

trở lại, và NHNN nhiều khả năng phải nâng lãi suất OMO lên trên 5% (từ mức 4.5% hiện nay), qua đó kéo lãi suất liên ngân hàng đi lên, để bảo vệ giá trị VND. Diễn biến này sẽ tiếp tục đẩy lợi suất TPCP đi lên.

2.2. Tác động lên thị trường chứng khoán

Lợi suất trái phiếu tăng chưa bao giờ là tin tốt cho cổ phiếu. Tại Mỹ, S&P 500 vẫn neo gần đỉnh nhờ lực kéo từ nhóm AI và bán dẫn, nhưng áp lực đã xuất hiện khi chỉ số Dow Jones lại giảm 3 phiên liên tiếp khi UST10Y vượt 5%, tại châu Á, Shanghai cũng giảm gần 1.6%. Xét theo giai đoạn, trong 8 đợt UST10Y tăng từ 75 bps trở lên kể từ năm 2012, VN-Index đều trải qua nhịp điều chỉnh với mức giảm từ 7% đến 26%, bình quân khoảng 16%. Những đợt điều chỉnh sâu nhất (23 - 26%) xảy ra khi áp lực lợi suất Mỹ lan sang tỷ giá và thanh khoản trong nước, như năm 2018 và 2022. Ngược lại, khi lợi suất tăng trong bối cảnh kinh tế tăng trưởng mạnh và thanh khoản dồi dào (2016 - 2018, 2020 - 2022), thị trường vẫn có thể đi lên sau nhịp điều chỉnh.

Hình 12: Biến động của các chỉ số chứng khoán khi lợi suất UST10Y tiệm cận và vượt 5% (10/09-24/09)



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hình 13: VN-Index và lợi suất UST10Y



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Thực tế, lợi suất TPCP Mỹ cao hơn sẽ khiến mặt bằng lãi suất chiết khấu cho mọi tài sản rủi ro bị điều chỉnh tăng lên, đồng nghĩa với việc định giá tài sản giảm, đặc biệt tại các thị trường mới nổi như Việt Nam, nơi nhà đầu tư đòi thêm phần bù rủi ro quốc gia và rủi ro tỷ giá. Khối ngoại đã bán ròng khoảng 95 nghìn tỷ đồng từ đầu năm, tỷ lệ sở hữu nước ngoài giảm về quanh 13% (so với ~24% trước đây), và ngay cả sau khi nâng hạng chính thức có hiệu lực (21/09), khối ngoại vẫn tiếp tục bán ròng 2,600 tỷ đồng chỉ trong vài phiên.

Trong ngắn hạn, PHS cho rằng thị trường Việt Nam vẫn có hai lực đỡ riêng. Thứ nhất, triển vọng nội lực của nền kinh tế vẫn tích cực. GDP dự kiến sẽ đạt trên 8% trong năm 2026 và tiếp tục duy trì mức này trong năm 2027, tạo tiền đề cho tăng trưởng EPS của các doanh nghiệp niêm yết. Kết quả kinh doanh quý 2 tích cực và định giá P/E quanh 12 lần cũng là điểm tựa cho thị trường. Thứ hai, việc nâng hạng thị trường với 27 cổ phiếu được đưa vào rổ FTSE Emerging theo 4 đợt (10% - 20% - 35% - 35%, kéo dài đến 9/2027) có thể mang lại hàng tỷ USD vốn thụ động và chủ động. Bên cạnh đó, giá dầu đã có dấu hiệu hạ nhiệt gần đây, với giá WTI giảm khoảng 13% trong 6 phiên khi Mỹ và Iran đàm phán lộ trình mở lại eo biển Hormuz, trong khi cuộc gặp giữa lãnh đạo Mỹ - Trung đã giúp gia hạn thỏa thuận thương mại. Nếu các diễn biến này tiếp tục theo chiều hướng hiện tại, thị trường được kỳ vọng sẽ đón nhận thêm những tín hiệu tích cực.

Dù vậy, theo quan điểm của PHS, trong trung dài hạn, nếu Fed tiếp tục tăng lãi suất và đưa mặt bằng lãi suất tiệm cận mức 5.0% trở lại, kéo theo UST10Y tiến về 5.5%, thì tỷ giá US\$VND trong nước sẽ chịu áp lực. Từ đó, lãi suất trong nước cũng bị đẩy lên ở cả thị trường liên ngân hàng lẫn thị trường huy động dân cư. Chúng tôi cho rằng khi đó dòng tiền trong nước sẽ dịch chuyển khỏi cổ phiếu, còn dòng vốn ngoại sẽ khó vào như kỳ vọng. Trong kịch bản tiêu cực, chúng tôi cho rằng VN-Index có thể điều chỉnh về vùng 1,600 - 1,650 điểm (tương đương P/E ~11 lần, giảm ~15% từ đỉnh

1,915 điểm hồi tháng 5, tương đồng mức điều chỉnh năm 2023), với vùng hỗ trợ gần nhất tại 1,700 - 1,720 điểm (đáy tháng 8).

3. Kết luận - Những tín hiệu cần theo dõi

Lợi suất TPCP Mỹ đang ở mức cao nhất 19 năm do hai lực đẩy cùng lúc. Một mặt, Fed quay lại chu kỳ tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát. Mặt khác, áp lực từ nợ công khổng lồ gây sức ép đến cán cân tài khóa của chính quyền Trump và tạo sức ép lên phía nguồn cung trái phiếu từ Chính phủ Mỹ. Áp lực này đang lan sang Việt Nam qua nhiều kênh, bao gồm cả lợi suất TPCP trong nước tăng, dư địa điều hành của NHNN thu hẹp, và khối ngoại tiếp tục bán ròng trên thị trường chứng khoán.

Theo PHS, có hai tín hiệu then chốt có thể giúp lợi suất Mỹ hạ nhiệt và nhà đầu tư có thể theo dõi để xem xét trong việc nhận định thị trường cũng như quyết định giải ngân.

- **Fed quay lại hỗ trợ thị trường trái phiếu.** Fed từng là bên mua TPCP lớn nhất, nhưng đã thu hẹp bảng cân đối kế toán từ gần 9 nghìn tỷ USD (đỉnh năm 2022) xuống còn khoảng 6.7 nghìn tỷ USD, khiến thị trường mất đi một nguồn cầu quan trọng. Hiện Fed đã mua vào trở lại và bảng cân đối tăng nhẹ, nhưng quy mô còn nhỏ vì chủ yếu nhằm hỗ trợ thanh khoản cho thị trường. Trên thực tế, việc kỳ vọng Fed mở lại QE là khó, vì công cụ này thường chỉ được dùng khi kinh tế suy thoái hoặc thị trường tài chính rơi vào khủng hoảng. Hơn nữa, ông Warsh vẫn chủ trương duy trì bảng cân đối ở quy mô nhỏ. Vì vậy, chúng tôi loại trừ kịch bản tích cực này trong các dự phóng của mình. Theo PHS, Fed sẽ không quay lại QT mà duy trì mua vào ở mức vừa phải để hỗ trợ thanh khoản USD và giữ lãi suất ổn định. Để làm được điều đó, lạm phát cần hạ nhiệt, nên giá dầu và diễn biến chiến sự tại Iran, eo biển Hormuz là những biến số quan trọng nhất cần theo dõi.
- **Mỹ hòa hoãn được với Trung Quốc.** Lượng TPCP Mỹ do Trung Quốc nắm giữ đã giảm về 618 tỷ USD, mức thấp nhất kể từ năm 2008, trong khi Bắc Kinh chuyển sang tăng mua vàng. Chuyến thăm Washington của ông Tập Cận Bình (23 - 25/09) đã giúp gia hạn thỏa thuận thương mại đến ngày 10/01/2027. Nếu hai bên tiến tới một thỏa thuận rộng hơn, Trung Quốc có thể quay trở lại mua TPCP Mỹ, bổ sung lực cầu mà thị trường đang cần. Một thỏa thuận thương mại cũng sẽ giúp giảm bất ổn lên lạm phát tại Mỹ nói riêng và bất ổn địa chính trị toàn cầu nói chung. Bên cạnh đó, ông Tập có thể trở thành cầu nối quan trọng trong đàm phán với Iran, qua đó tác động trực tiếp đến giá dầu. Bắc Kinh cũng có lý do để hòa hoãn, vì cần thúc đẩy kinh tế trước Đại hội Đảng Cộng sản Trung Quốc lần thứ 21 vào năm 2027.

Nếu các tín hiệu này xuất hiện, áp lực lên lãi suất và tỷ giá trong nước cũng sẽ giảm đáng kể. Khi đó, Việt Nam có thể tận dụng trọn vẹn dòng vốn từ việc nâng hạng thị trường, cùng với triển vọng tích cực của nền kinh tế. Ngược lại, nếu giá dầu tiếp tục neo cao và Fed buộc phải tăng lãi suất nhiều hơn, áp lực tỷ giá xuất hiện, mặt bằng lãi suất trong nước khó tránh khỏi xu hướng đi lên, và thị trường chứng khoán có thể phải trải qua một nhịp điều chỉnh về vùng 1,600 - 1,650 điểm, với vùng hỗ trợ gần nhất tại 1,700 - 1,720 điểm (đáy tháng 8).

Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Thị Mỹ Liên - Trưởng phòng phân tích và Bùi Thị Quỳnh Nga - Supervisor**, Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo nghiên cứu này được chuẩn bị bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng (PHS) nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin được trình bày trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng PHS không đảm bảo về tính chính xác hoặc đầy đủ của thông tin đó. Các quan điểm, ước tính, và dự báo trong báo cáo này phản ánh đánh giá hiện tại của tác giả tại thời điểm phát hành báo cáo và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này không phải là một lời đề nghị bán hoặc mời chào mua bất kỳ loại chứng khoán nào. Báo cáo này không nhằm mục đích cung cấp tư vấn đầu tư cá nhân và không xét đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính, hoặc nhu cầu của bất kỳ cá nhân nào. PHS, các công ty liên kết và/hoặc các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ có thể có lợi ích hoặc vị trí trong, và có thể thực hiện các giao dịch liên quan đến chứng khoán hoặc quyền chọn được đề cập trong báo cáo này. PHS cũng có thể thực hiện hoặc tìm cách thực hiện các dịch vụ ngân hàng đầu tư hoặc các dịch vụ khác cho các công ty được đề cập trong báo cáo này. PHS, các công ty liên kết của mình, cũng như các cán bộ, giám đốc hoặc nhân viên của họ, không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hệ quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của nó.

© Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Mỹ, Tp.HCM
Điện thoại: (84-28) 5 413 5479
Customer Service: 1900 25 23 58
E-mail: info@phs.vn / support@phs.vn

Fax: (84-28) 5 413 5472

Call Center: (84-28) 5 413 5488

Web: www.phs.vn

Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby
81-83-83B-85 Hàm Nghi,
P. Bến Thành, Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 535 6060
Fax: (+84-28) 3 535 2912

Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường Bàn Cờ,
Tp.HCM
Điện thoại: (+84-28) 3 820 8068
Fax: (+84-28) 3 820 8206

Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,
251 Hoàng Văn Thụ, Phường Tân Sơn Hòa,
Tp.HCM.
Điện thoại: (+84-28) 3 813 2401
Fax: (+84-28) 3 813 2415

Chi nhánh Thanh Xuân

Văn phòng C, Tòa nhà Taisei Square Hanoi,
Số 289 đường Khuất Duy Tiến, Phường Đại
Mỗ, Thành phố Hà Nội
Phone: (+84-24) 6 250 9999
Fax: (+84-24) 6 250 6666

Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,
18 Trần Hưng Đạo, Phường Hồng Bàng, Hải
Phòng
Phone: (+84-22) 384 1810
Fax: (+84-22) 384 1801