

[Phân tích ngành]

## Ngành ngân hàng

### Lãi suất - “Ổn định” hơn “nới lỏng”

#### Vì sao là định hướng chứ không phải quy định

**Tăng trưởng tiếp tục lệch pha do vòng quay chậm:** Theo GSO, tăng trưởng tín dụng (TTTD cuối Q1/2026: 2.4% sv.2025) vẫn vượt trội hơn nhiều so với huy động của các TCTD (CK: +0.8% sv.2025). Mặc dù lãi suất huy động đã điều chỉnh tăng (ngắn hạn +18đcb sv. 2025; dài hạn +46đcb) nhưng thanh khoản vẫn chưa có sự cải thiện rõ nét cho thấy vấn đề tăng trưởng cân bằng không chỉ nằm ở lãi suất mà là sự cộng hưởng của nhiều yếu tố: 1) **Dòng tiền vẫn chưa được khơi thông:** như trong các báo cáo ngành trước đây của chúng tôi, tăng trưởng dư nợ KD BĐS tăng mạnh hơn mặt bằng chung từ 2023 (sau cú sốc tại thị trường TPDN) đến cuối 2025. Tuy nhiên, giá bán neo ở mức cao (đa phần các sản phẩm mới vẫn nằm ở phân khúc trung-cao cấp) và triển vọng thu nhập không ổn định khiến lượng giao dịch vẫn khá trầm lắng (theo BXD lượng giao dịch giảm gần 24% sv Q4/2025 hay 14% svck.). cho thấy dòng tiền vẫn đang tồn đọng tại các DA BĐS. Động thái từ phía NHNN từ đầu năm (hạn chế tăng trưởng tín dụng tập trung vào BĐS) cũng đã phần nào cho thấy phía nhà điều hành muốn giải quyết điểm nghẽn này. Nói cách khác, các DN phát triển BĐS cần bán các sản phẩm trước khi phát triển dự án mới; và 2) **Nhiều cải cách cũng tác động đáng kể đến luân chuyển dòng tiền trong nền kinh tế** và cần thời gian thích nghi và điều chỉnh dòng tiền trở lại hệ thống như luật hóa đầu tư tài sản số (không phải tiền điện tử), hạn chế đầu cơ các loại tài sản như ngoại tệ và vàng, ban hành chính sách thuế mới và chuẩn hóa hoạt động HKD và cá nhân. Ảnh hưởng này thể hiện qua tăng trưởng chung cao nhưng bán lẻ hàng hóa (tiêu dùng) vẫn đang ở mức một chữ số (2025: +8.52% svck).

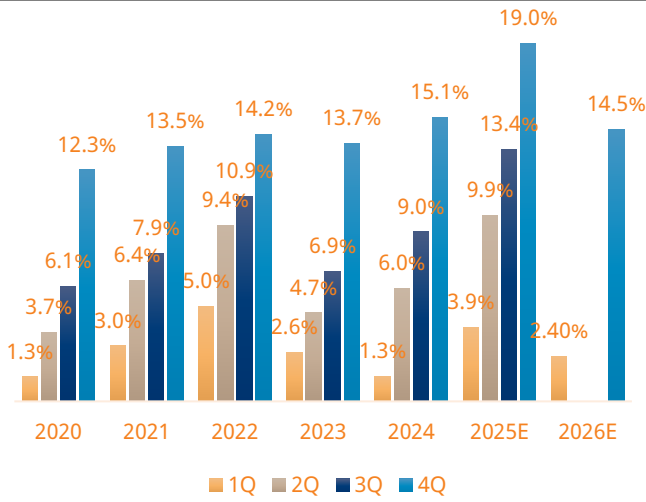
**Áp lực ngoại cảnh duy trì:** Về phía trong nước, việc TTTD cao trong 2-3 năm trở lại đây bên cạnh áp lực tăng giá từ cả **nguyên vật liệu (thúc đẩy bởi ĐTC và xây dựng) và năng lượng (biến động địa chính trị), khiến rủi ro lạm phát cao trong năm 2026** cần kiểm soát kỹ lưỡng (chính sách tiền tệ không thể quá nới lỏng mặc dù tăng trưởng 2 chữ số vẫn là mục tiêu trọng tâm). Bên ngoài, việc **đồng USD gia tăng sức mạnh trở lại với xác suất cao** (giảm kỳ vọng cắt giảm lãi suất trong 2026 và cũng không loại trừ khả năng đảo chiều xu hướng lãi suất của Fed) bên cạnh dự trữ ngoại hối chưa phục hồi cũng sẽ khiến việc duy trì lãi suất ở vùng thấp sẽ rất tốn kém và có thể dẫn đến hệ quả những rủi ro chính sách điều hành không phù hợp giai đoạn bị đẩy về tương lai.

**Căng thẳng thanh khoản là áp lực thực tế:** Nhìn vào chỉ số thanh khoản của các ngân hàng và tình hình lãi suất tại thị trường liên ngân hàng, áp lực thanh khoản của hệ thống là không hề nhỏ. Các NHTM không chỉ cần duy trì các chỉ số thanh khoản phù hợp với luật định mà còn đáp ứng nhu cầu phát vay mới. Diễn biến lãi suất LNH biến động mạnh còn cho thấy một thực tế là bối cảnh vĩ mô bất ổn (có thể chỉ là ngắn hạn), nên lợi suất không còn là yếu tố duy nhất đối với tiền gửi, mà an toàn cũng đóng vai trò không nhỏ. Vì vậy, khi các NHTM lớn gia tăng lãi suất thì, nhóm vừa và nhỏ cũng phải tăng lãi suất nhưng với biên độ lớn hơn nhằm tránh bị suy giảm cân đối tiền gửi. Bên cạnh đó, nhóm này cũng phải cân nhắc giữa biên lợi suất (vốn đã thấp) và khả năng thanh toán của khách hàng (vốn không được chất lượng như những NH lớn).

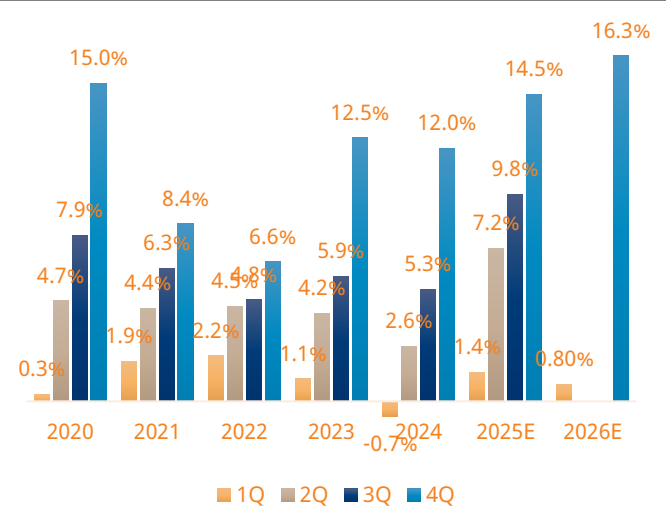
**“Hạn chế” lãi suất (LS) tăng tiếp đi kèm với cam kết hỗ trợ thanh khoản là phù hợp và cần thiết:** 1) LS huy động tuy tăng nhưng vẫn đang trong kịch bản của các NHTM (30-50đcb), trong khi theo công bố, LS cho vay bình quân tăng có phần nhanh hơn (50-130đcb), cho thấy cầu tín dụng vẫn đang cao hơn. Nếu để thị trường tự điều chỉnh, nguy cơ hình thành vòng xoáy tăng lãi suất do cạnh tranh và phần bù rủi ro là đáng kể; 2) LS LNH tăng nhiều khả năng từ căng thẳng thanh khoản tại các TCTD nhỏ, việc kiểm soát LS TT 1 và cam kết hỗ trợ thanh khoản TT 2 sẽ hỗ trợ nhóm này trong ngắn và trung hạn. Ngoài ra, TT 02/2026 mở rộng mở rộng cho vay đặc biệt cũng cho thấy những bước chuẩn bị cho giải pháp hỗ trợ thanh khoản từ phía nhà điều hành và đảm bảo không xảy ra rủi ro hệ thống; và 3) Việc không quy định trần huy động sẽ cho phép điều hành linh hoạt hơn tùy thuộc vào bối cảnh, mục tiêu vĩ mô, và diễn tiến thị trường.

**Nhìn chung, việc các NHTM đồng thuận giảm LS gần đây theo chỉ thị từ phía NHNN nên được hiểu theo hướng ổn định mặt bằng chung chứ không phải nới lỏng hơn.** Theo thực tế, NHNN vẫn duy trì LS điều hành ở vùng thấp và điều tiết thanh khoản phù hợp theo từng giai đoạn (GD). Diễn biến gia tăng LS vừa qua đã được dự báo từ trước, tuy nhiên mức độ và tốc độ gia tăng có phần nhanh khi không có sự can thiệp từ phía NHNN có thể dẫn đến nhiều rủi ro. Ngoài ra, việc tăng LS nhanh cũng chưa thể giải quyết được ngay vấn đề tăng trưởng mất cân đối giữa tín dụng và huy động, nên hạn chế chạy đua LS là thích hợp. Việc cấp trần tín dụng theo quý từ phía NHNN cũng cho thấy cách tiếp cận có phần thận trọng hơn so với GD trước tùy thuộc vào diễn tiến cả nội và ngoại cảnh. Dựa trên tình hình hiện tại, LS chưa được kỳ vọng đã tạo đỉnh nhưng cách đỉnh không quá xa (ước tăng thêm 20-30đcb), để cân đối giữa các yếu tố như lạm phát, tỷ giá, cung tiền.

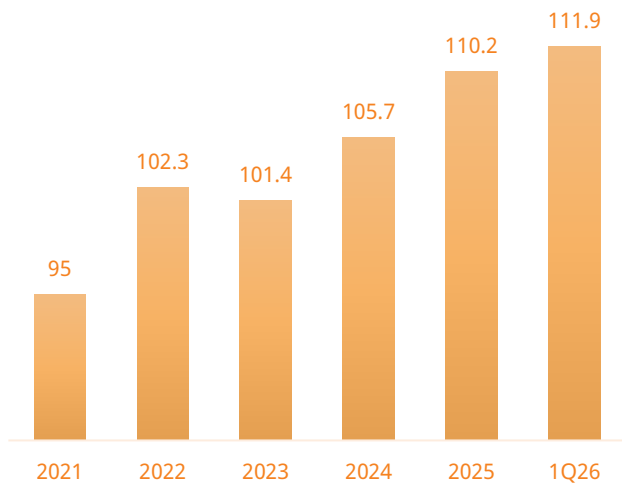
Hình 1. Tăng trưởng tín dụng



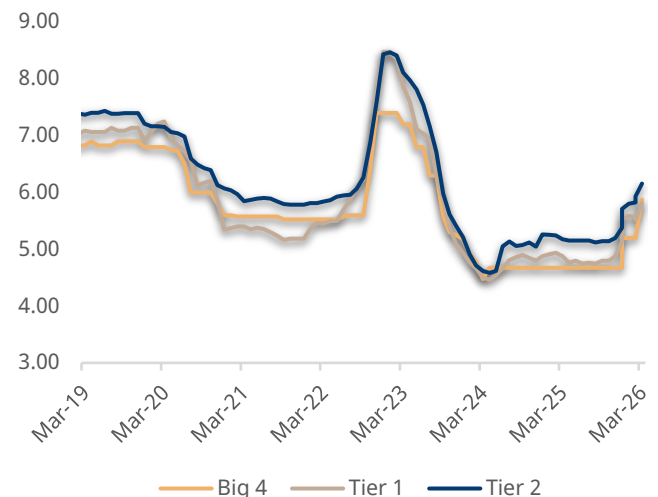
Hình 2. Tăng trưởng huy động



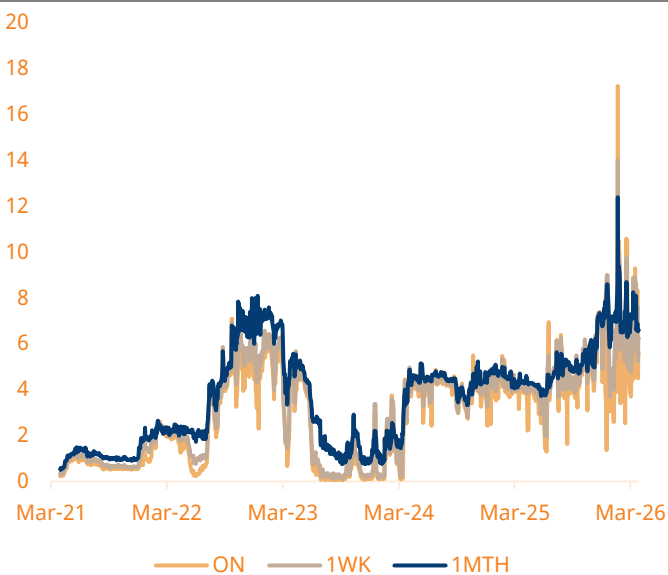
Hình 3. Tỷ lệ cho vay trên huy động thuần (NHNN)



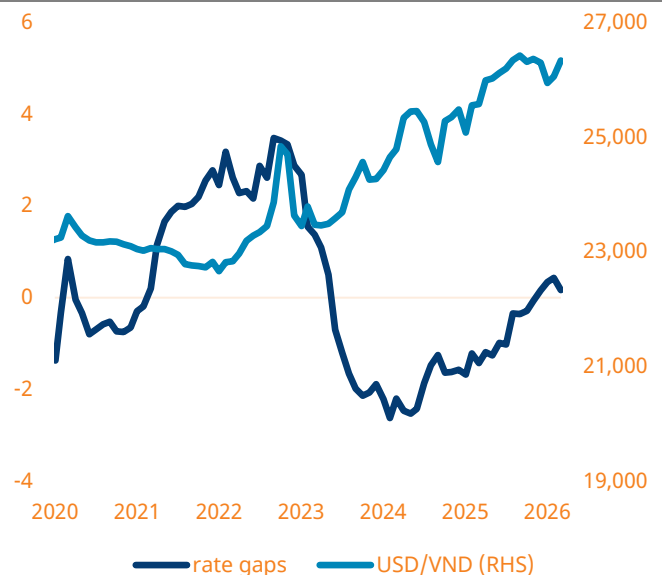
Hình 4. Lãi suất huy động 12T



Hình 5. Lãi suất liên ngân hàng



Hình 6. Tỷ giá và chênh lệch lãi suất



Nguồn: GSO, NHNN, Dữ liệu doanh nghiệp, Mirae Asset Securities Research

Chú thích: Big-4: 4 NHQD; Tier 1: các NHTM lớn; Tier 2: các NHTM tầm trung; ON: qua đêm; 1WK: 1 tuần; 1MTH: 1 tháng

# PHỤ LỤC

## Khuyến cáo quan trọng

### Lịch sử khuyến nghị và giá mục tiêu 2 năm gần nhất

Công ty (mã cổ phiếu)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu
-----------------------	------	-------------	--------------



### Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu

Mua	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 20% trở lên
Tăng Tỷ Trọng	: Lợi nhuận kỳ vọng từ 10% trở lên
Nắm Giữ	: Lợi nhuận kỳ vọng trong khoảng +/-10%
Bán	: Lợi nhuận kỳ vọng từ -10% trở xuống

### Thang đánh giá ngành

Tích Cực	: Các yếu tố cơ bản thuận lợi hoặc đang cải thiện
Trung Tính	: Các yếu tố cơ bản ổn định và dự kiến không có thay đổi trọng yếu
Tiêu Cực	: Các yếu tố cơ bản không thuận lợi hoặc theo xu hướng xấu

- \* Hệ thống khuyến nghị của chúng tôi dựa trên lợi nhuận kỳ vọng về tăng trưởng giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng tiếp theo.
- \* Giá mục tiêu được xác định bởi chuyên viên phân tích áp dụng các phương pháp định giá được đề cập trong báo cáo, một phần dựa trên dự phóng của người phân tích về lợi nhuận trong tương lai.
- \* Việc đạt giá mục tiêu có thể chịu tác động từ các rủi ro liên quan đến cổ phiếu, doanh nghiệp, cũng như điều kiện thị trường, vĩ mô nói chung.

### Khuyến cáo

Kể từ ngày phát hành, Chứng Khoán Mirae Asset và các chi nhánh không có bất kỳ lợi ích đặc biệt liên quan đến doanh nghiệp chủ thể và không sở hữu trên 1% số lượng cổ phiếu đang lưu hành của doanh nghiệp chủ thể.

### Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo này xác nhận rằng (i) những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân các tổ chức phát hành và chứng khoán trong báo cáo và (ii) không có phần thù lao nào của chuyên viên phân tích đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Tương tự như các nhân viên trong công ty, Chuyên viên phân tích nhận được thù lao dựa trên doanh thu và lợi nhuận tổng thể của Chứng Khoán Mirae Asset, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, Ngân hàng đầu tư hoặc Tư vấn doanh nghiệp. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết về bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Chứng Khoán Mirae Asset.

### Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo này được công bố bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Mirae Asset (Việt Nam) (sau đây gọi tắt là MAS), là công ty chứng khoán được đăng ký tại nước Cộng hòa xã hội chủ nghĩa Việt Nam và là thành viên của Sở giao dịch chứng khoán Việt Nam. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này đã được tổng hợp từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, nhưng những thông tin đó chưa được xác minh độc lập và MAS không cam đoan, đại diện hoặc bảo đảm, rõ ràng hay ngụ ý, về tính công bằng, chính xác, đầy đủ hoặc tính đúng đắn của thông tin và ý kiến trong tài liệu này hoặc của bất kỳ bản dịch nào sang tiếng Anh từ tiếng Việt. Trong trường hợp bản dịch tiếng Anh của một báo cáo được chuẩn bị bằng tiếng Việt, bản gốc của báo cáo bằng tiếng Việt có thể đã được cung cấp cho nhà đầu tư trước khi thực hiện báo cáo này.

Đối tượng tiếp nhận được nhắm đến của báo cáo này là các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp, những người có kiến thức đáng kể về môi trường kinh doanh địa phương, các thông lệ chung, luật và nguyên tắc kế toán, và không có việc cá nhân nào tiếp nhận hoặc sử dụng báo cáo này sẽ vi phạm bất kỳ luật hoặc quy định hoặc đối tượng của MAS và các chi nhánh đối với các yêu cầu về đăng ký hoặc cấp phép ở bất kỳ khu vực tài phán nào sẽ nhận được hoặc sử dụng bất kỳ thông tin nào từ đây.

Báo cáo này chỉ dành cho mục đích thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện các giao dịch bất kỳ chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác. Báo cáo không cấu thành lời khuyên đầu tư cho bất kỳ người nào và người đó sẽ không được coi là khách hàng của MAS chỉ vì nhận được báo cáo này. Báo cáo này không tính đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính hoặc nhu cầu của các khách hàng cá nhân. Báo cáo không được dựa vào để thay thế cho việc thực hiện phán quyết độc lập. Thông tin và ý kiến trong tài liệu này là kể từ ngày của tài liệu này và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Giá và giá trị của các khoản đầu tư được đề cập trong báo cáo này và thu nhập từ chúng có thể giảm giá hoặc tăng giá, và các nhà đầu tư có thể phải chịu lỗ cho các khoản đầu tư. Hiệu suất trong quá khứ không phải là biểu thị cho hiệu suất trong tương lai. Lợi nhuận trong tương lai không được đảm bảo và có thể xảy ra mất vốn ban đầu. MAS, các chi nhánh và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ không chịu bất kỳ trách nhiệm pháp lý nào đối với bất kỳ tổn thất nào phát sinh từ việc sử dụng tài liệu này.

MAS có thể đã đưa ra các báo cáo khác không nhất quán và đưa ra kết luận khác với các ý kiến được trình bày trong báo cáo này. Các báo cáo có thể phản ánh các giả định, quan điểm và phương pháp phân tích khác nhau của các nhà phân tích đã chuẩn bị chúng. MAS có thể đưa ra các quyết định đầu tư không phù hợp với các ý kiến và quan điểm được trình bày trong báo cáo nghiên cứu này. MAS, các chi nhánh của MAS và giám đốc, cán bộ, nhân viên và đại lý của họ có thể có các vị trí dài hoặc ngắn trong bất kỳ chứng khoán chủ đề nào vào bất kỳ lúc nào và có thể thực hiện mua hoặc bán, hoặc đề nghị mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào như vậy hoặc các công cụ tài chính khác tùy từng thời điểm trên thị trường mở hoặc theo cách khác, trong từng trường hợp, với tư cách là bên giao đại lý hoặc bên đại lý. MAS và các chi nhánh của nó có thể đã có, hoặc có thể mong đợi tham gia vào các mối quan hệ kinh doanh với các công ty chủ thể để cung cấp các dịch vụ ngân hàng đầu tư, tạo thị trường hoặc các dịch vụ tài chính khác được cho phép theo luật và quy định hiện hành. Không một phần nào của tài liệu này có thể được sao chép hoặc tái tạo theo bất kỳ cách thức hoặc hình thức nào hoặc được phân phối lại hoặc xuất bản, toàn bộ hoặc một phần, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MAS.

**Mirae Asset Securities International Network****Mirae Asset Securities Co., Ltd. (Seoul)**

One-Asia Equity Sales Team  
Mirae Asset Center 1 Building  
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539  
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

**Mirae Asset Securities (USA) Inc.**

810 Seventh Avenue, 37th Floor  
New York, NY 10019  
USA

Tel: 1-212-407-1000

**PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia**

Equity Tower Building Lt. 50  
Sudirman Central Business District  
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53  
Jakarta Selatan 12190  
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

**Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC**

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17  
1 Khoroo, Sukhbaatar District  
Ulaanbaatar 14240  
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

**Shanghai Representative Office**

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center  
100 Century Avenue, Pudong New Area  
Shanghai 200120  
China

Tel: 86-21-5013-6392

**Mirae Asset Securities (HK) Ltd.**

Units 8501, 8507-8508, 85/F  
International Commerce Centre  
1 Austin Road West  
Kowloon  
Hong Kong  
Tel: 852-2845-6332

**Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.**

555 S. Flower Street, Suite 4410,  
Los Angeles, California 90071  
USA

Tel: 1-213-262-3807

**Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.**

6 Battery Road, #11-01  
Singapore 049909  
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

**Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd**

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699

**Ho Chi Minh Representative Office**

7F, Saigon Royal Building  
91 Pasteur St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

**Mirae Asset Securities (UK) Ltd.**

41st Floor, Tower 42  
25 Old Broad Street,  
London EC2N 1HQ  
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

**Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM**

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building  
Vila Olimpia  
Sao Paulo - SP  
04551-060  
Brazil

Tel: 55-11-2789-2100

**Mirae Asset Securities (Vietnam) JSC**

7F, Le Meridien Building  
3C Ton Duc Thang St.  
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City  
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

**Beijing Representative Office**

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers  
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District  
Beijing 100022  
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)

**Mirae Asset Capital Markets (India) Private Limited**

Unit No. 506, 5th Floor, Windsor Bldg., Off CST Road,  
Kalina, Santacruz (East), Mumbai - 400098  
India

Tel: 91-22-62661336