FINGARDEN

Lãi suất tăng và

ĐIỀU GÌ CHÚNG TA KHÔNG LÀM?

Rủi ro đang hiện hữu, cơ hội còn tiềm ẩn, và điều chúng ta chọn không làm.

Tháng 11/2026

NỘI DUNG

FINGARDEN

I

Nhận diện rủi ro

Chỉ số vĩ mô tích cực, nhưng kinh tế thực đang chịu **sức ép của chi phí vốn**

II

Đánh giá cơ hội

Rủi ro biểu hiện theo những cách khác nhau, mở ra khoảng cách giữa **giá và giá trị**.

III

Vị thế chủ động

Chúng ta đang bị rủi ro che mờ hay giữ **kỉ luật chờ đợi** cơ hội hiếm khi xuất hiện

FINGARDEN

I. NHẬN DIỆN RỦI RO · BỨC TRANH VĨ MÔ

Tăng trưởng GDP ấn tượng. Tuy nhiên, nhu cầu tín dụng mở rộng nhanh và tập trung sẽ tiếp tục gây áp lực lên nền kinh tế thực trong giai đoạn tới.

ĐIỂM SÁNG: KINH TẾ THỰC VÀ TỶ GIÁ

GDP	Quý III +9,95%; 9 tháng +9,01%
PMI	Tháng 9 đạt 51,9 điểm, duy trì trên ngưỡng 50
Xuất khẩu	434,3 tỷ USD 9 tháng, +24,5%
FDI	Đăng ký 50,36 tỷ USD, +76,4%; giải ngân 21,07 tỷ USD, +12,1%
Tỷ giá	USD bình quân quý III giảm ~0,2% so với quý II, ~0,4% so với cùng kỳ

ĐIỂM RỦI RO: TẤT CẢ ĐẨY LÃI SUẤT LÊN

Dự trữ ngoại hối	Ước tính ~88 tỷ USD, thấp hơn đỉnh 2022 gần 24 tỷ; ~7,6 tuần nhập khẩu
Thương mại	Nhập khẩu +36,7%, nhập siêu 19,42 tỷ USD
Lạm phát	CPI 9 tháng 4,52%, mục tiêu 4,5%; tháng 9 +5,08%
Lãi suất	Tiết kiệm gói ưu đãi phổ biến 9–9,6%/năm (đầu tháng 10)
Tín dụng/huy động	+10,89% / +9,78% đến 28/9; ước tính tín dụng ~155% GDP năm 2026

Nguồn: NHNN, TCTK, VNDIRECT

FINGARDEN

Lãi suất neo cao là hệ quả của cả một quá trình

2024–2025

① TÍCH LŨY RỦI RO

Tiền rẻ đẩy dòng tiền mới ra khỏi ngân hàng

Lãi gửi thấp trong khi chứng khoán, vàng, bất động sản tăng mạnh, nên tiền mới chảy vào tài sản thay vì gửi tiết kiệm ngân hàng.

Tín dụng nhiều năm liền tăng nhanh hơn huy động, khoảng hụt tích lũy dần: cho vay đã vượt tiền gửi với tỉ lệ LDR thuần 110%.

Đầu năm 2026

② KÍCH HOẠT

Cầu tín dụng liên tục mở rộng

Đầu tư công và các dự án lớn ngoài hạn mức tiếp tục đẩy tín dụng.

Tiền gửi chưa kịp quay lại, nên khoảng hụt cũ không được lấp mà còn bị nới rộng.

Giữa năm 2026

③ HỆ QUẢ

Lãi suất neo cao

Ngân hàng tăng lãi huy động qua các gói ưu đãi; chi phí vốn tăng được chuyển sang lãi vay.

Doanh nghiệp vay nhiều chịu trước, nợ xấu ngân hàng bắt đầu lộ diện.

Hiện tại

④ YẾU TỐ BẤT LỢI

Ngoại hối
Nhập siêu, dự trữ ngoại hối mỏng. Fed áp lực tăng lãi suất và DXY neo ở vùng giá cao.

Lạm phát
Đã vượt mục tiêu: hạ lãi lúc này dễ đẩy tiền gửi đi

Cấu trúc vốn
Vay ngân hàng là chính: mỗi điểm lãi đè lên cả nền kinh tế

FINGARDEN

Khi nào lãi suất giảm?
Liệu chỉ dựa vào MỆNH LỆNH của nhà điều hành?

MỆNH LỆNH

18/10/2026

Văn bản 9608 của NHNN chỉ đạo giảm lãi vay 1,5–2% và lãi tiền gửi 0,5%

THỊ TRƯỜNG PHẢN ỨNG

9–9,6% – tiết kiệm gói ưu đãi

12–18% – lãi vay mới

FINGARDEN

Mệnh lệnh chỉ hiệu quả khi cầu tín dụng đã nguội

	2008–2010	2011–2012
① Mệnh lệnh NHNN, Chính phủ chỉ đạo ngân hàng	Hạ lãi suất cơ bản 14% về 7% (10/2008–2/2009); hỗ trợ lãi suất 4%; thỏa thuận trần huy động 12% (11/2010)	Trần huy động 14% (3/3/2011); xử lý nghiêm ngân hàng vượt trần
② Thực tế Lãi suất vẫn neo cao	Gói 4% kích tín dụng: 2009 +37,3%, 2010 +27,65%. Cuối 2010 trần 12% bị phá, có nơi trả 17–18%	Cầu vay còn nóng: ngân hàng vẫn trả 15–17%, lách trần bằng thỏa thuận ngầm và ủy thác
③ Điều thực sự hiệu quả Chặn cầu tín dụng	Thắt chặt nửa đầu 2008 (20,3 nghìn tỷ tín phiếu bắt buộc), rồi khủng hoảng làm cầu tín dụng sụt: lãi huy động về quanh 9% cuối 2008	Nghị quyết 11 giới hạn tín dụng, ép giảm cho vay phi sản xuất; tín dụng 2012 chỉ +7%. Trần hạ về 8%, lãi vay từ trên 20% về 13–15%

Nguồn: Hiệp hội Ngân hàng VN; NHNN; Tạp chí Công Thương

FINGARDEN

Cầu tín dụng hiện tại vẫn tăng, liệu lãi suất có sớm giảm?

MỆNH LỆNH ĐIỀU HÀNH

- Văn bản 9608 (18/10): giảm lãi vay 1,5–2%, lãi gửi 0,5%
- 9608 tính nghiệp vụ L/C vào hạn mức tín dụng: dấu hiệu bắt đầu hãm cầu

THỰC TẾ CẦU VỐN VẪN ĐƯỢC NỚI

- 9 tháng: tín dụng +11,59%, huy động +9,78%
- 18 dự án lớn ngoài hạn mức tín dụng, nhu cầu vốn >752 nghìn tỷ
- Thông tư 25: vốn ngắn hạn cho vay dài hạn 30% → 40% (1/7)
- Thông tư 50: trần cho vay trên huy động 85% → 95% (1/12)
- Quyết định 1743: tính 50% tiền gửi Kho bạc vào huy động, thay vì 20% (1/8)
- Đầu tư công: kế hoạch +10%, giải ngân 9 tháng +46%; còn ~370 nghìn tỷ cho quý IV

Nguồn: TCTK, NHNN

FINGARDEN

I. NHẬN DIỆN RỦI RO · LÃI SUẤT LÀ TRỌNG LỰC

Lãi suất bào mòn hoạt động kinh doanh

Chi phí vay

12–18%

Lãi vay mới thực tế tháng 10; bình quân NHNN tháng 9 là 8,4–11%

Đảo nợ

12,5–13%

Lãi phát hành trái phiếu nhóm bất động sản

Bị bào mòn

- **Vay nhiều:** nợ đến hạn phải vay lại ở lãi cao hơn, chi phí lãi ăn vào lợi nhuận
- **Cần nhiều vốn để tăng trưởng:** càng bán thêm càng phải vay thêm
- **Không tăng được giá bán:** biên lợi nhuận bị ép khi chi phí tăng
- **Khách hàng mua bằng tiền vay:** lãi vay cao thì cầu giảm ngay
- **Sinh lời thấp hơn lãi vay:** càng tăng trưởng càng phá hủy giá trị

Nguồn: NHTM

FINGARDEN

I. NHẬN DIỆN RỦI RO · NỢ XẤU

Lãi suất neo cao càng lâu, nợ xấu càng lộ diện

① **Dòng tiền không đủ trả lãi:** lãi vay mới 12–18% kéo dài, lợi nhuận không gánh nổi chi phí lãi, khoản vay bắt đầu quá hạn

② **Nợ đến hạn không đảo được:** nợ vay lúc lãi thấp đến hạn, ngân hàng siết hạn mức

③ **Tài sản đảm bảo mất giá:** giá bất động sản khu vực từng nóng giảm 20-50%, bán tài sản không đủ trả nợ

Nợ xấu tăng trên diện rộng

Tăng ~27% sau 9 tháng; tỷ lệ nợ xấu 2,09%, từ 1,85% cuối 2025

Nợ nhóm 2 tiếp tục tăng

1,59% dư nợ, từ 1,39% quý II: đây là nợ xấu của các quý tới

Bộ đệm dự phòng mỏng dần

Tỷ lệ bao phủ nợ xấu còn ~74% cuối quý III, từ trên 82% đầu năm

Nợ xấu là chỉ báo đi sau: đỉnh nợ xấu thường đến sau khi lãi suất đã giảm.

Nguồn: BCTC Ngân hàng niêm yết

FINGARDEN

I. NHẬN DIỆN RỦI RO · AI PHẢI HẠ ĐÒN BẨY TRƯỚC

Vốn được ưu tiên cho đầu tư công: vay bất động sản và chứng khoán dễ bị siết trước

BẤT ĐỘNG SẢN

Tỉ lệ vay cao: 5,23 triệu tỷ, hơn 25% tổng dư nợ (8/2026)

Áp lực trả lãi: lãi vay mua nhà 12–19%; trái phiếu đáo hạn 46,9 nghìn tỷ quý IV và 156 nghìn tỷ năm 2027, đảo nợ ở 12,5–13%

CHỨNG KHOÁN

Tỉ lệ vay cao: margin 457,5 nghìn tỷ, bằng 14,2% vốn hóa tự do, cao nhất trong chuỗi số liệu (9/2026)

Áp lực trả lãi: nhiều khoản vay cầm cổ phiếu không dùng để giao dịch, người vay phải trả bằng tiền ngoài thị trường

CƠ CHẾ HẠ ĐÒN BẨY KHI LÃI CAO

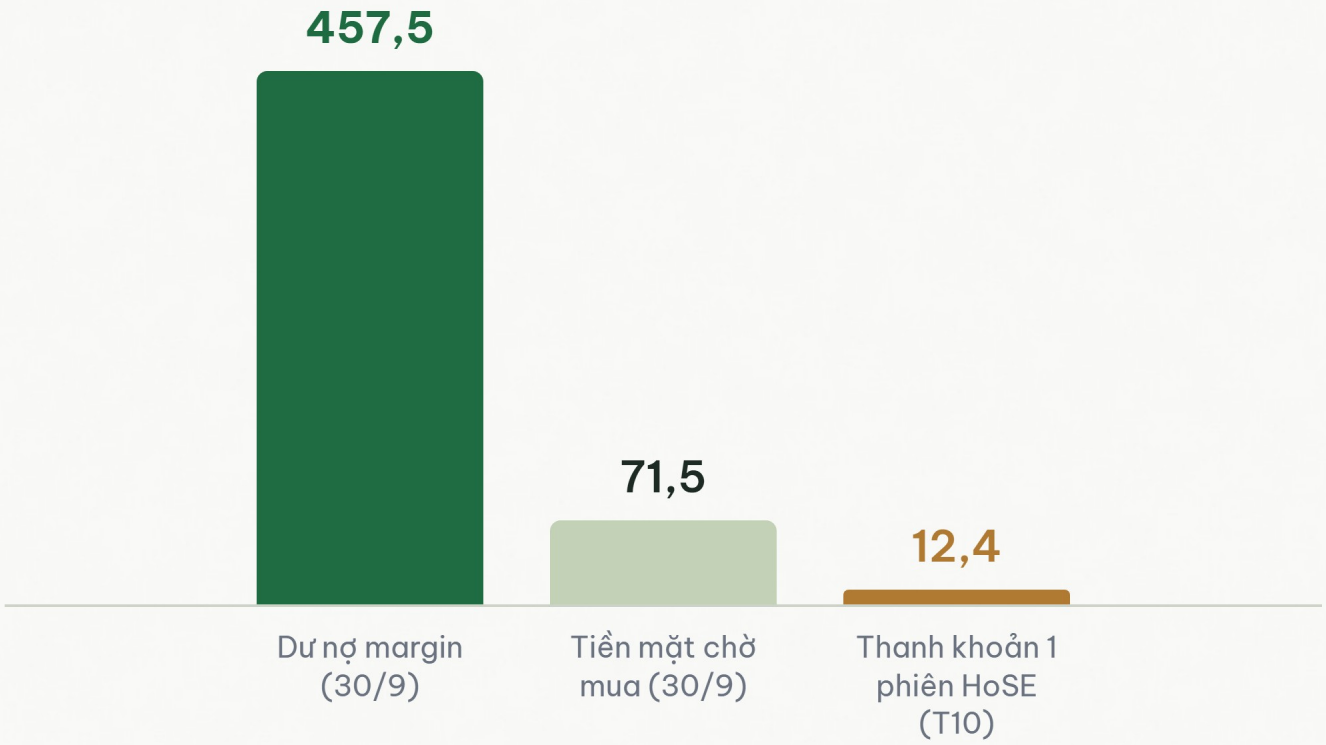
1. Dòng tiền không đủ trả lãi, không đảo được hết nợ
2. → Giảm nợ đồng loạt: cắt lỗ bất động sản, bán chứng khoán
3. → Tài sản hạ giá
4. → Bên vay bị cắt hạn mức hoặc phải bổ sung tài sản thế chấp
5. → Phải bán thêm, giá giảm tiếp

Nguồn: SGI Capital; S&I Ratings

FINGARDEN

Thị trường phản ứng: người bị buộc bán xuất hiện

Đòn bẩy so với tiền mặt chờ mua và thanh khoản (nghìn tỷ đồng)



Vì sao đáng chú ý

Margin lập kỷ lục. Hơn một nửa là khoản vay lớn của chủ doanh nghiệp và cổ đông lớn, dùng cho việc ngoài chứng khoán.

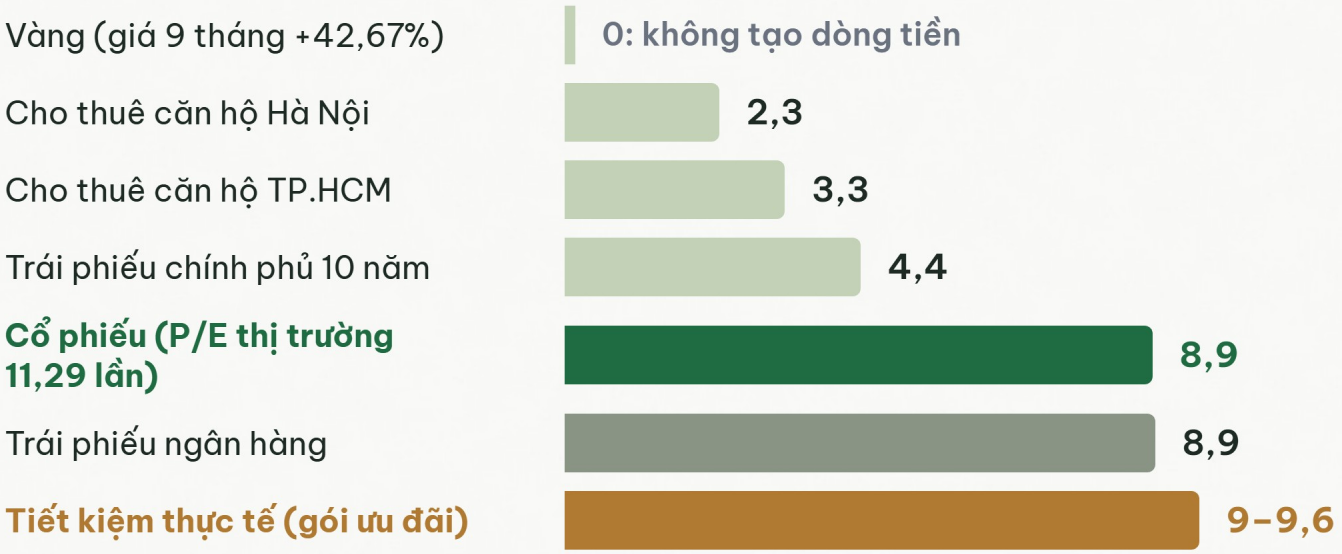
Khối ngoại bán ròng ~121,5 nghìn tỷ đồng trên HoSE trong 10 tháng 2026, riêng tháng 10 là 23,7 nghìn tỷ.

Nguồn: FiinTrade; VnEconomy

FINGARDEN

Các kênh đầu tư còn hấp dẫn so với gửi tiết kiệm?

Lợi suất đầu tư hiện tại của các kênh đầu tư (%/năm)



"Lãi suất tác động lên định giá tài sản như trọng lực tác động lên vật chất: lãi suất càng cao, lực kéo xuống càng mạnh."

Warren Buffett, Fortune 1999

Nguồn: HNX; S&I Ratings; Vietstock

FINGARDEN

Phía sau bước tranh nhiều gam màu tối,

còn điều gì đang ẩn giấu?

II. ĐÁNH GIÁ CƠ HỘI

Chứng khoán phản ánh biến động trước, theo hai kịch bản

	Kịch bản 1: Cú sốc mạnh kéo giá xuống nhanh	Kịch bản 2: Giá đi ngang dài, giá trị vẫn tăng
Hiện tượng	Một cú sốc bất kỳ với thị trường, khiến người vay bị buộc bán bất kể giá, hàng tốt bị bán cùng hàng xấu	Lợi nhuận tăng trưởng nhẹ hoặc không tăng trưởng nhưng được tích lũy dài, giá đứng yên, cổ phiếu tự rẻ đi
Đã từng xảy ra	2020: cú sốc Covid, VN-Index -31,4% trong chưa đầy 3 tháng; rồi hồi phục +132% đến 1/2022	2012–2015: nợ xấu ở đỉnh đè nặng nền kinh tế; VN-Index gần như đi ngang sau 4 năm, rồi tăng gấp 3 sau 5 năm
GAP giá so với giá trị	P/E về khoảng 11 lần ở đáy 3/2020, so với trung bình 5 năm trước đó ~16,5 lần; trong điều kiện mặt bằng gửi tiết kiệm 6,8%/năm	Đầu 2012: P/E 7,4 lần (lợi suất ~13,5%), P/B 1,25 lần, ngang trần huy động 14%; cuối 2012 trần hạ còn 8%
Tâm lý ở đáy	Hoảng loạn tột độ: tin xấu dồn dập, ai cũng chỉ mong thoát được các phiên sàn liên tiếp	Buông xuôi: thị trường bị lãng quên, thanh khoản cạn kiệt

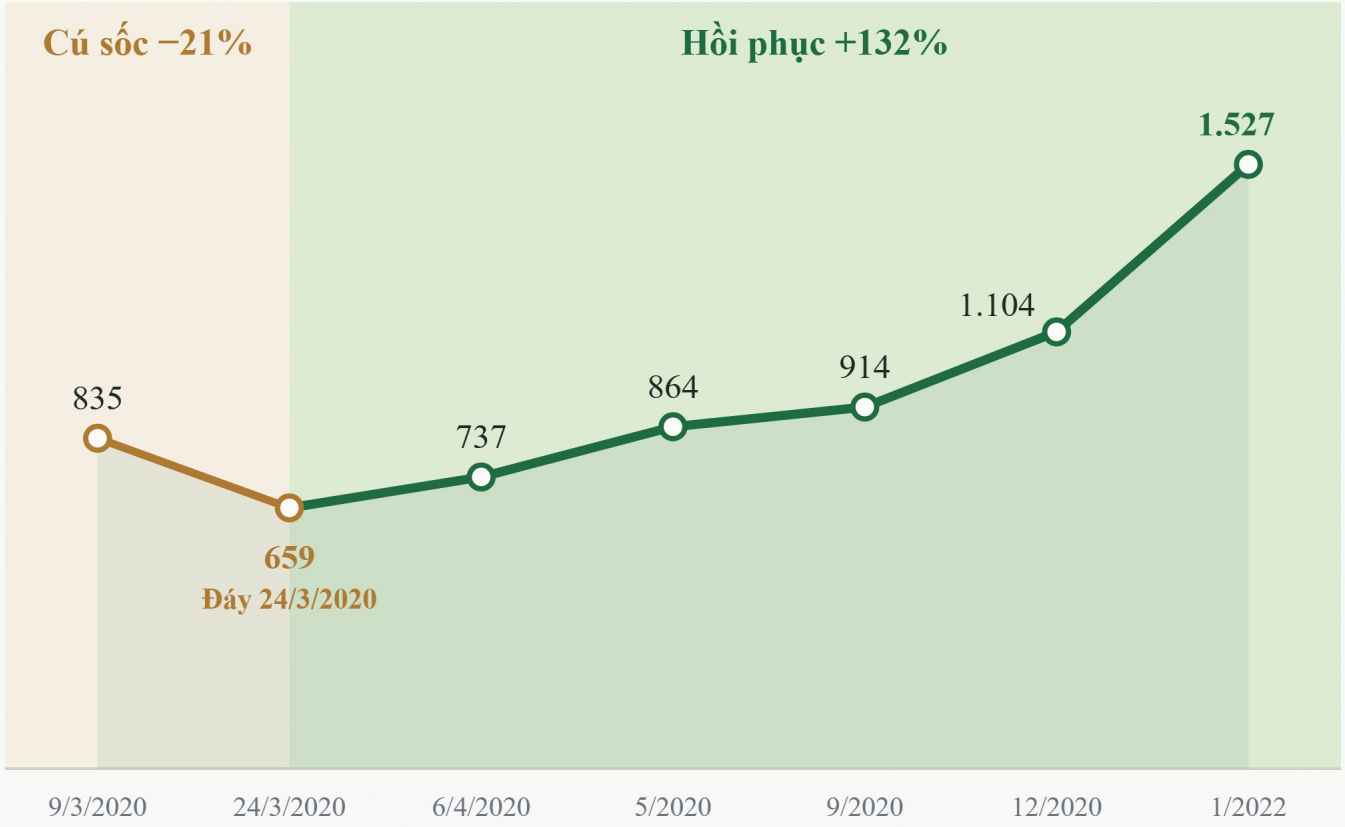
Ở cả hai diễn biến, cơ hội luôn biểu hiện dưới dạng GAP giữa GIÁ so với GIÁ TRỊ.

Nguồn: VNDirect; Vietstock; BSC; NHNN

FINGARDEN

Kịch bản 1, nhìn lại 2020: đến nhanh, đi cũng nhanh

VN-Index qua đợt Covid 2020 (điểm)



Cú sốc -21%

Từ 835 điểm (9/3) về đáy 659 (24/3/2020) chỉ trong 2 tuần; tính từ đỉnh đầu năm, giảm 31,4%.

Người bán bị buộc phải bán, không vì doanh nghiệp xấu đi: P/E về khoảng 11 lần.

Hồi phục +132%

Ngày 6/4/2020 VN-Index tăng 4,98%, phiên mạnh nhất 19 năm.

Từ đáy lên 1.104 cuối 2020 (+68%) và 1.527 đầu 2022 (+132%).

Nguồn: Vietstock; VNDirect

FINGARDEN

Kịch bản 2, nhìn lại 2011–2015: tích lũy dài, rồi tăng dài



Tích lũy dài (2011–2015)

+65% sau 4 năm, ~13%/năm

Lãi suất đã hạ nhưng nợ xấu đè nặng: 2013–2015 chỉ +15% dù GDP 2015 +6,68%.

Lợi nhuận tích lũy, giá đứng yên nên cổ phiếu tự rẻ đi.

Tăng dài (2016–2021)

+159% sau 6 năm, ~17%/năm

Riêng năm 2017 +48%, mức cao nhất 10 năm.

Từ 579 (2015) lên 1.498 (2021), gấp khoảng 2,6 lần, dù có nhịp giảm 2018.

Nguồn: Vietstock; VNDirect

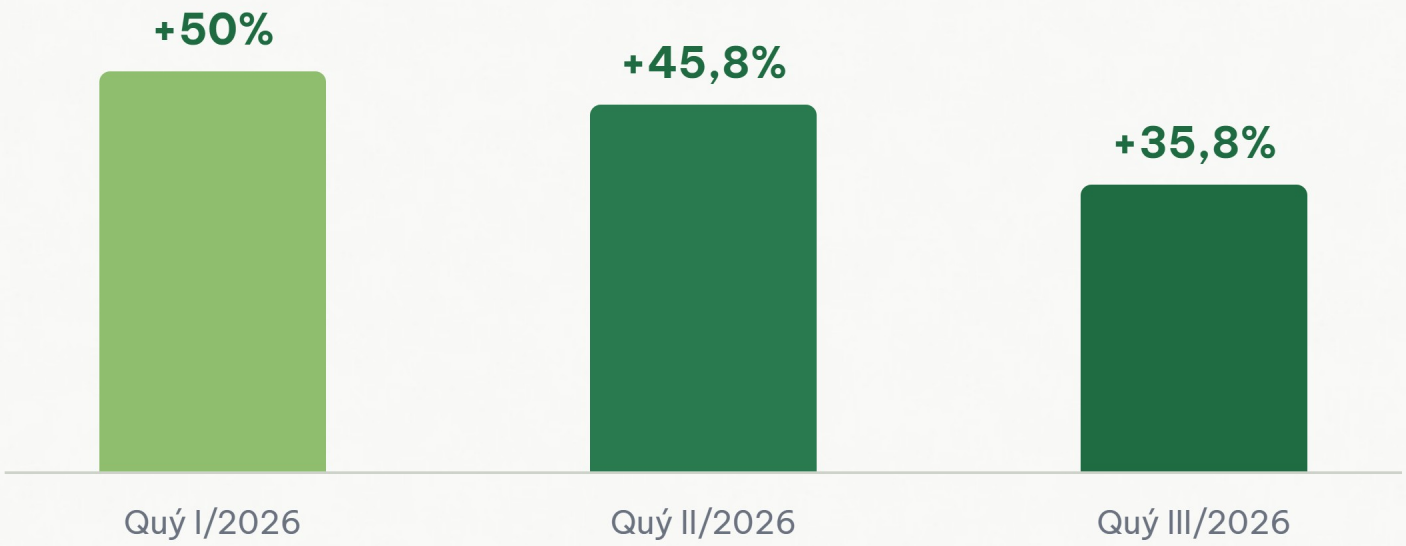
FINGARDEN

II. ĐÁNH GIÁ CƠ HỘI

Lợi nhuận tăng 3 quý liên tiếp, giá cổ phiếu đi lùi

Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế doanh nghiệp niêm yết so với cùng kỳ

Quý I, II: doanh nghiệp trên HoSE (VDSC); quý III: 797 doanh nghiệp, 77% vốn hóa (đến 30/10)



VN-Index 9 tháng 2026

1.784 Cuối năm 2025

1.769 Ngày 30/9/2026: giảm 0,9% sau 9 tháng

>21% số cổ phiếu trên 3 sàn (334 mã) vẫn đang giao dịch **dưới giá đáy Covid** (31/3/2020), tính đến 30/9/2026

Nguồn: VDSC; FiinTrade; Vietstock

FINGARDEN

II. ĐÁNH GIÁ CƠ HỘI

Theo lợi nhuận: P/E về gần đáy 5 năm

VN-Index và P/E thị trường, 11/2021 – 10/2026



~11,3 lần
P/E cuối tháng 10/2026

~10,5 lần
Đáy 11/2022, khi VN-Index hơn 900 điểm

P/E đã về gần đáy 2022 dù VN-Index cao gần gấp đôi lúc đó: **lợi nhuận tăng, giá không theo kịp.** Nhưng P/E thấp một phần vì lợi nhuận đang ở mức cao.

Nguồn: VNDirect

FINGARDEN

II. ĐÁNH GIÁ CƠ HỘI

Theo tài sản: P/B vẫn ở giữa vùng

VN-Index và P/B thị trường, 11/2021 – 10/2026



~1,9 lần
P/B cuối tháng 10/2026

~1,4–1,5 lần
Các đáy 11/2022 và 4/2025

Theo tài sản, bức tranh thị trường chung chưa rẻ như các đáy cũ. Tuy nhiên, đắt hay rẻ phụ thuộc vào câu chuyện của từng doanh nghiệp.

Nguồn: VNDirect

FINGARDEN

Trước bối cảnh hiện tại,
điều gì chúng ta làm và
điều gì chúng ta chọn không làm?

FINGARDEN

III. VỊ THẾ CHỦ ĐỘNG

Những điều chúng ta làm

1

HẠN MỨC SẴN SÀNG

Sẵn sàng một hạn mức đầu tư để phân bổ, sau khi đã có đủ dự phòng tiền mặt và dòng tiền.

2

CHIẾN LƯỢC ĐẦU TƯ

Mua hoặc tích lũy tài sản tốt khi giá thấp hơn giá trị.

3

DANH MỤC CHỌN LỌC

Chỉ giữ những doanh nghiệp chất lượng tốt, chịu được lãi suất cao.

4

TÂM THẾ CHỦ ĐỘNG

Kiên nhẫn chờ, quyết đoán khi cơ hội xuất hiện.

Cho chù kịch bản thị trường GIẢM SỐC hay ĐI NGANG DÀI xảy ra thì, chúng ta luôn được chọn ở vị thế CHỦ ĐỘNG.

III. VỊ THẾ CHỦ ĐỘNG

Những điều chúng ta chọn không làm

⚠ Vay để đầu tư

Tỉ lệ margin đã vượt 14% giá trị cổ phiếu tự do chuyển nhượng. Người vay không chọn được thời điểm bán.

⚠ Mua chỉ vì giá đã giảm

Rẻ chưa chắc đáng mua. Giá phải thấp hơn giá trị, không phải thấp hơn giá cũ.

Cả hai đều là để thứ khác quyết định thay mình. Khoản vay quyết định lúc bán, giá cũ quyết định lúc mua.

III. VỊ THẾ CHỦ ĐỘNG

Những điều chúng ta chọn không làm

Mua thứ mình không hiểu

Mua cổ phiếu doanh nghiệp nằm ngoài vòng tròn năng lực hiểu biết

Mất kiên nhẫn khi cầm tiền mặt

Thấy người khác lãi nên vội giải ngân khi giá chưa hấp dẫn. Tiền mặt lúc chờ đợi là quyền chọn, nhất là trong điều kiện lãi suất cao.

Tránh được bốn điều này, chúng ta đã lợi thế hơn phần lớn người chơi. Phần còn lại chỉ là kiên nhẫn chờ giá phù hợp với doanh nghiệp tốt.

FINGARDEN

“

*Trong đầu tư, **những điều chúng ta không làm** thường quyết định nhiều hơn những điều chúng ta làm.*

Charlie Munger

FINGARDEN

THANK YOU