Báo cáo sự kiện

Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam (VIFC)

VIFC: Kênh huy động vốn mới của Việt Nam, ngân hàng được kỳ vọng là nhóm hưởng lợi đầu tiên

- VIFC là sự thừa nhận về mặt chính sách rằng hệ thống ngân hàng một mình không thể tài trợ bền vững cho giai đoạn tăng trưởng tiếp theo của Việt Nam. Ở cấp độ vĩ mô, chúng tôi cho rằng VIFC có thể bổ sung nguồn vốn dài hạn, giảm chi phí vay vốn, làm sâu hơn thị trường vốn và đưa tài trợ thương mại trở lại trong nước.
- Dòng vốn lưu chuyển tự do hơn cũng đi kèm rủi ro mới. Dòng vốn vào lớn sẽ gây áp lực lên tỷ giá và thanh khoản trong nước. Chúng tôi cho rằng NHNN sẽ dần chuyển từ kiểm soát theo khối lượng sang công cụ điều hành theo giá, như điều chỉnh lãi suất để ổn định lạm phát, với cải cách chính sách tiền tệ diễn ra song hành cùng sự mở rộng của VIFC. Đi kèm với đó là việc tiếp tục gia tăng quy mô dự trữ ngoại hối đủ lớn để giảm thiểu các cú sốc ngoại sinh.

Mô hình tăng trưởng dựa vào vốn ngân hàng đang chạm giới hạn; VIFC có thể là van xả áp lực.

Tín dụng tăng 19,1% trong năm 2025, vượt tốc độ tăng huy động 14,1%, và tỷ lệ tín dụng/GDP đạt khoảng 145%, gần gấp ba lần mức trung vị 52% của nhóm được xếp hạng 'BB'. Mục tiêu tăng trưởng GDP 10% giai đoạn 2026–30 đòi hỏi tổng vốn đầu tư khoảng 38,6 triệu tỷ đồng (~40% GDP), trong khi riêng hạ tầng chiến lược cần khoảng 44,5 tỷ USD/năm (1.170 nghìn tỷ đồng) với kỳ hạn tài trợ 20–40 năm. Điều này là thách thức lớn với các ngân hàng chủ yếu dựa vào tiền gửi ngắn hạn. VIFC bổ sung các kênh huy động vốn mới: cho vay hợp vốn do ngân hàng nước ngoài dẫn đầu, cùng trái phiếu và quỹ đầu tư dẫn vốn từ các nhà đầu tư tổ chức nước ngoài như quỹ hưu trí và công ty bảo hiểm trực tiếp vào dự án. Các kênh này sẽ giúp giảm áp lực lên tỷ lệ LDR và cạnh tranh huy động, đồng thời phân tán rủi ro hạ tầng ra ngoài hệ thống ngân hàng.

Lợi thế của VIFC nằm ở dòng chảy thương mại và tính chắc chắn pháp lý, không phải chỉ ở thuế.

Mức thuế ưu đãi 10–15% của VIFC cao hơn so với Labuan và Hong Kong, trong khi DIFC và ADGM áp thuế 0%. Sức hút lớn hơn của VIFC nằm ở khung cơ chế đặc thù (carve-out), cấp phép một cửa, giấy phép "2 trong 1", cùng tòa án chuyên trách và trung tâm trọng tài có phán quyết được thi hành như phán quyết trong nước. Kết hợp với các FTZ, VIFC hướng tới dòng chảy thương mại của Việt Nam (930 tỷ USD, tương đương 24.459 nghìn tỷ đồng, năm 2025), mà theo ước tính của VIFC-HCMC, 80–90% giao dịch tài chính liên quan hiện đang được hạch toán tại Singapore và Hong Kong. VIFC đặt mục tiêu đưa một phần các giao dịch này về trong nước. Tuy nhiên, chính sách chỉ tạo điều kiện; VIFC chỉ vận hành thực chất khi có ngân hàng thành viên được cấp phép và các giao dịch đầu tiên.

Tác động tới ngành ngân hàng: Rủi ro thấp hơn, chuẩn mực cao hơn và các nguồn thu phí mới.

Lợi ích lớn nhất VIFC mang lại cho ngân hàng là giảm gánh nặng rủi ro. Khi VIFC bổ sung thêm các kênh huy động vốn, ngân hàng sẽ giảm rủi ro tập trung khi tài trợ các dự án hạ tầng trọng điểm, thu hẹp chênh lệch kỳ hạn và thu hẹp chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động. Ngân hàng nước ngoài tại VIFC cần đối tác trong nước có chuẩn quản trị rủi ro và báo cáo tương đương, nên các ngân hàng đã đạt chuẩn vốn theo Basel III và trích lập dự phòng theo IFRS 9 sẽ dễ tham gia các giao dịch hợp vốn hơn. VIFC cũng có thể mở ra các nguồn thu phí liên quan đến tài trợ thương mại, cho vay hợp vốn và tài trợ hạ tầng, cùng tài chính xanh và dịch vụ trái phiếu. Điều này có thể giúp giảm sự phụ thuộc vào thu nhập lãi thuần, khi NIM của hệ thống ngân hàng Việt Nam đang trong xu hướng giảm kéo dài.

Ngân hàng hưởng lợi sớm nhất; VCB, TPB và MBB có vị thế tốt nhất.

Các ngân hàng Việt Nam đang xúc tiến thành lập công ty con tại VIFC. Tám ngân hàng (VCB, HDB, LPB, SHB, NAB, TPB, MBB và MSB) đã được cổ đông thông qua, ACB và TCB đang xin chủ trương, nhưng chưa ngân hàng nào được cấp phép. Ngân hàng được cấp phép sớm sẽ trở thành điểm thanh toán và có thể chiếm tỷ trọng vượt trội trong các dòng giao dịch, quan hệ ngân hàng đại lý và dịch vụ lưu ký. Chúng tôi ưu tiên VCB, TPB và MBB nhờ CAR trên 10%, nợ xấu trong ngưỡng 3% và năng lực ngoại hối mạnh. HDB có thể gia nhập nhóm này khi tỷ lệ nợ xấu giảm về trong ngưỡng 3%. TCB, MSB, ACB và CTG xếp ở nhóm tiếp theo. VIFC được kỳ vọng sẽ mở thêm dư địa tăng trưởng trung - dài hạn cho các ngân hàng này.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thảo Linh

linh.nguyenthao3@vndirect.com.vn

1. Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam (VIFC) là gì?

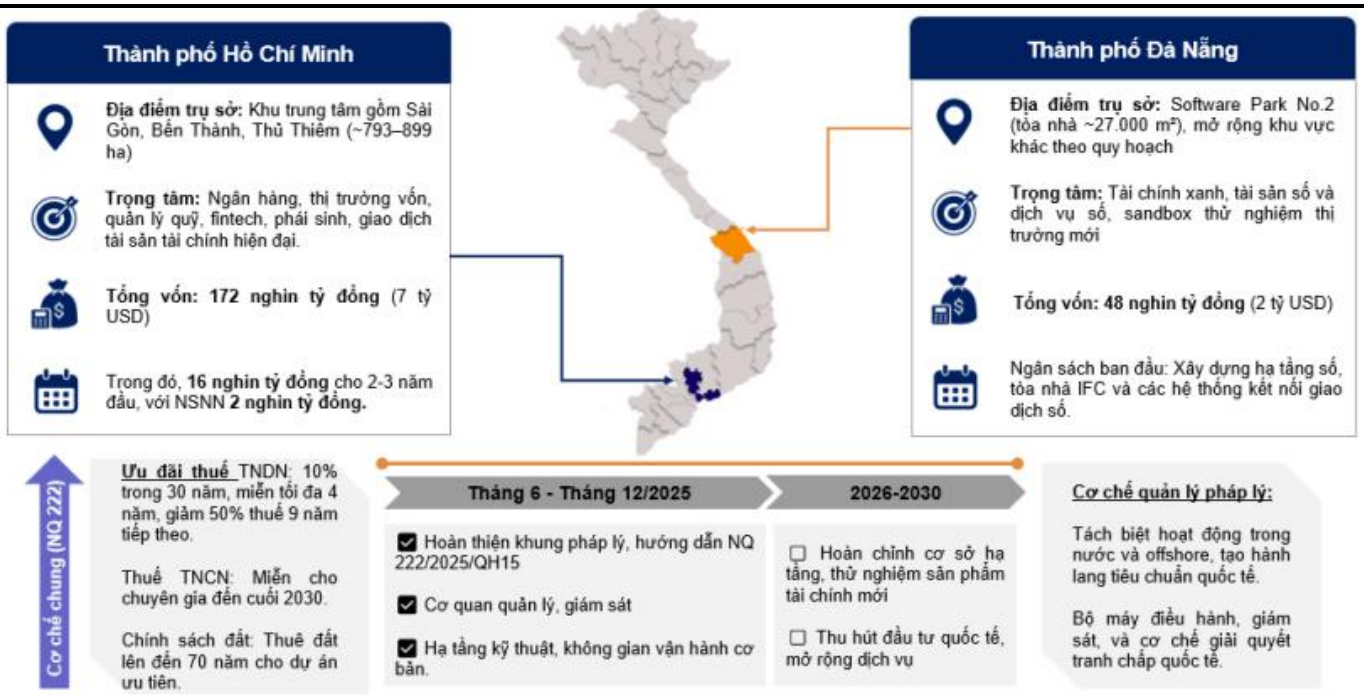
Mô hình hoạt động: cơ chế đặc thù carved-out và quản lý một cửa

VIFC được thành lập theo Nghị quyết 222/2025/QH15 và tám nghị định hướng dẫn ban hành vào tháng 12/2025. VIFC vận hành theo mô hình "một trung tâm, hai địa điểm": TP.HCM (793–899 ha, khu Thủ Thiêm) và Đà Nẵng (300 ha). Cả hai địa điểm áp dụng cùng một bộ quy định và tiêu chí cấp phép.

Theo quan điểm của chúng tôi, cơ chế đặc thù (carved-out model) và quản lý một cửa (one-stop-shop) mang lại hai lợi ích cho VIFC: 1) quy định gần hơn với thực tiễn quốc tế, và 2) cấp phép nhanh hơn, có trách nhiệm giải trình rõ ràng hơn so với hệ thống đa cơ quan hiện tại.

Mô hình dựa trên cơ chế đặc thù (carved-out model) trải rộng trên bốn lĩnh vực: (1) đặc thù về tư pháp, với tòa án và trọng tài chuyên trách; (2) đặc thù về ngoại hối, nới lỏng dòng vốn xuyên biên giới; (3) đặc thù về sở hữu và lao động, cho phép sở hữu 100% vốn nước ngoài và tuyển dụng lao động nước ngoài; và (4) đặc thù về cơ chế thử nghiệm (sandbox) cho các sản phẩm tài chính chưa được kiểm chứng. Nói cách khác, Việt Nam sẽ áp dụng một khuôn khổ theo chuẩn quốc tế cho riêng VIFC, nhưng vẫn vận hành trong bộ máy nhà nước hiện có.

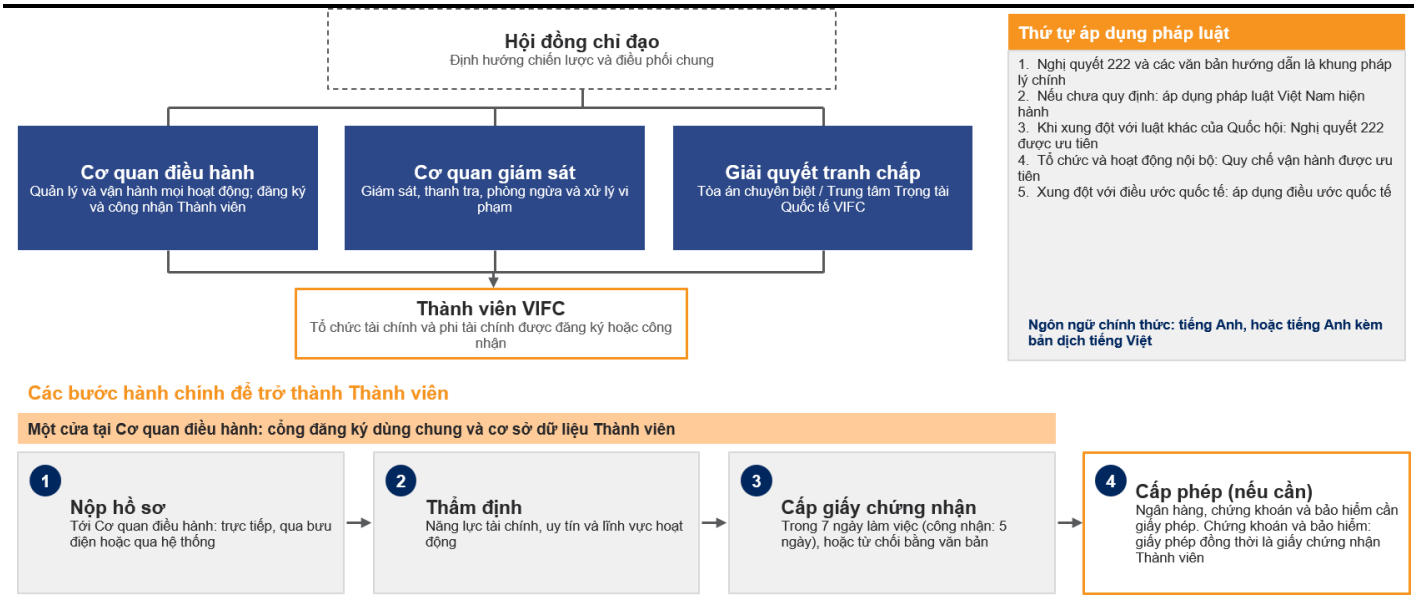
Hình 1: Mô hình "một trung tâm, hai địa điểm": VIFC vận hành tại TP.HCM và Đà Nẵng theo một khuôn khổ chung (Nghị quyết 222)



Nguồn: Nghị quyết 222/2025/QH15, VNDIRECT RESEARCH

Thêm vào đó, khung quản trị một cửa (one-stop-shop) được kỳ vọng sẽ giúp đưa việc cấp phép và giám sát vào một khung thống nhất, từ đó giảm sự phân tán giữa Ngân hàng Nhà nước (NHNN), Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCK), Bộ Tài chính (BTC) và chính quyền địa phương. Để một trung tâm tài chính (IFC) có độ tin cậy quốc tế, việc cấp phép và giám sát cần nằm dưới một cơ quan duy nhất được trao đủ quyền, giúp cấp phép nhanh hơn, trách nhiệm giải trình rõ ràng hơn và giảm phân tán. Việc đặt Hội đồng Điều hành trực thuộc Thủ tướng Chính phủ càng củng cố logic này. Điều đó đưa sự phối hợp liên ngành lên cấp cao nhất của Chính phủ, thay vì phụ thuộc vào sự hợp tác tự nguyện giữa các cơ quan.

Hình 2: Khung quản trị một cửa (one-stop-shop) của VIFC



Nguồn: Nghị quyết 222/2025/QH15, VNDIRECT RESEARCH

Trở thành Thành viên: xét duyệt nhanh và giấy phép "2 trong 1"

Muốn hưởng cơ chế ưu đãi của VIFC, doanh nghiệp phải trở thành Thành viên. Phần lớn hồ sơ được xét duyệt nhanh, nhưng một số lĩnh vực phải đi theo quy trình cấp phép riêng. Các đơn vị đủ điều kiện trở thành thành viên gồm ngân hàng thương mại, công ty chứng khoán, công ty bảo hiểm, quỹ đầu tư, công ty FinTech và các đơn vị cung cấp dịch vụ chuyên môn. Có ba cách để trở thành Thành viên, tùy theo hồ sơ và lĩnh vực hoạt động của từng đơn vị.

- **Đăng ký tiêu chuẩn là lộ trình mặc định:** doanh nghiệp nộp hồ sơ cho Cơ quan Điều hành, chứng minh năng lực tài chính, uy tín chuyên môn và sự phù hợp với định hướng phát triển của VIFC. Hồ sơ được xét duyệt trong 7 ngày làm việc.
- **Công nhận tự động** là thủ tục rút gọn dành cho các tổ chức có uy tín toàn cầu, gồm các doanh nghiệp thuộc Fortune Global 500 (hoặc công ty mẹ trực tiếp) và 10 tổ chức trong nước có vốn điều lệ lớn nhất Việt Nam, với thời gian xét duyệt chỉ 5 ngày làm việc. Tuy nhiên, thủ tục này không áp dụng cho ngân hàng, chứng khoán và bảo hiểm: dù uy tín đến đâu, các đơn vị này vẫn phải xin giấy phép chuyên ngành.
- **Thành lập có giấy phép** là yêu cầu bắt buộc đối với ngân hàng, công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm. Các đơn vị này phải thành lập dưới hình thức công ty trách nhiệm hữu hạn (TNHH) và được cơ quan quản lý liên quan (UBCK hoặc Bộ Tài chính) cấp Giấy phép Thành lập và Hoạt động. Theo cơ chế "2 trong 1", giấy phép này đồng thời là Giấy chứng nhận Thành viên VIFC, nên doanh nghiệp không phải đăng ký thêm một bước riêng.

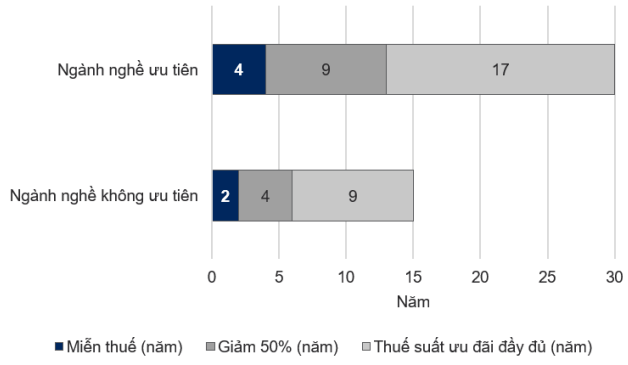
Nhìn chung, VIFC cân bằng giữa tốc độ và kiểm soát: lộ trình tiêu chuẩn và lộ trình dành cho Fortune 500 nhanh hơn, còn ngân hàng, công ty chứng khoán và công ty bảo hiểm phải đi theo lộ trình thứ ba, chịu quản lý và giám sát chặt chẽ hơn.

Ưu đãi cho Thành viên: Không chỉ là thuế, mà còn là sự liên thông với hệ thống của tập đoàn

Ưu đãi thuế tại VIFC khá hấp dẫn: dự án ưu tiên được áp thuế thu nhập doanh nghiệp 10% trong 30 năm, với tối đa bốn năm miễn thuế và giảm 50% trong tối

đa chín năm tiếp theo (Nghị định 324). Tuy nhiên, ưu đãi chỉ áp dụng cho dự án đầu tư mới; doanh nghiệp chỉ chuyển trụ sở vào VIFC sẽ không được hưởng. Theo quan điểm của chúng tôi, sức hút của VIFC với nhà đầu tư nước ngoài không chỉ nằm ở mức thuế ưu đãi mà còn ở chỗ họ gần như không phải thay đổi cách vận hành khi vào VIFC.

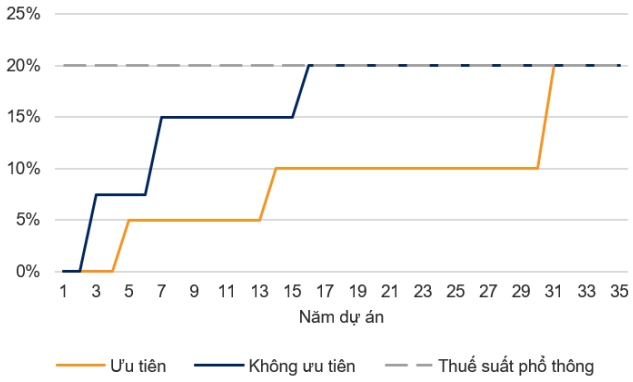
Hình 3: Các giai đoạn ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp cho dự án đầu tư mới tại VIFC (năm).



Thời gian miễn và giảm thuế được tính từ năm đầu tiên có thu nhập chịu thuế; mức thuế ưu đãi được tính từ năm đầu tiên có doanh thu. Nếu trong ba năm đầu chưa có thu nhập chịu thuế, thời gian miễn thuế bắt đầu từ năm thứ 4.

Nguồn: Nghị quyết 222/2025/QH15, VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Thuế suất thuế TNDN thực tế theo năm dự án (%). Dự án ưu tiên được áp thuế TNDN 10% trong 30 năm, với tối đa bốn năm miễn thuế và giảm 50% trong tối đa chín năm tiếp theo



Ưu đãi áp dụng cho dự án đầu tư mới tại VIFC, không áp dụng cho doanh nghiệp hiện hữu di chuyển trụ sở. Danh mục lĩnh vực ưu tiên được quy định ngoài Nghị định 324.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Các ưu đãi và đặc điểm pháp lý của VIFC hấp dẫn nhà đầu tư nước ngoài

Nhóm	Ưu đãi / đặc điểm	Nội dung chính
Thuế	Thuế TNDN, ngành nghề ưu tiên	Thuế suất 10% trong 30 năm; miễn thuế tối đa 4 năm; giảm 50% tối đa 9 năm tiếp theo
Thuế	Thuế TNDN, ngành nghề không ưu tiên	Thuế suất 15% trong 15 năm; miễn thuế tối đa 2 năm; giảm 50% tối đa 4 năm tiếp theo
Thuế	Lựa chọn ưu đãi có lợi nhất	Dự án đáp ứng nhiều ưu đãi thuế TNDN được lựa chọn mức ưu đãi có lợi nhất
Thuế	Thuế TNCN từ tiền lương, tiền công	Miễn thuế đến 31/12/2030 cho nhà quản lý, chuyên gia, nhà khoa học và nhân lực chất lượng cao
Thuế	Thuế TNCN từ chuyển nhượng vốn	Miễn thuế đến hết năm 2030 đối với chuyển nhượng cổ phần, phần vốn góp tại Thành viên
Hải quan	Thuế nhập khẩu	Miễn thuế cho thiết bị công nghệ, phần mềm và hàng hóa tạo tài sản cố định trong nước chưa sản xuất được. Danh mục do Cơ quan điều hành ban hành; danh mục miễn thuế đăng ký trước khi nhập khẩu
Kế toán	Chuẩn mực báo cáo	Được lựa chọn IAS, IFRS hoặc GAAP; không phải lập thêm bộ báo cáo theo chuẩn mực Việt Nam
Ngân hàng	Chế độ tài chính của ngân hàng mẹ	Thành viên là ngân hàng áp dụng chế độ tài chính của ngân hàng mẹ
Chứng khoán	Xử lý ở cấp tập đoàn	Không hợp nhất với công ty mẹ trong nước; không tính vào một số tỷ lệ an toàn
Cấp phép	Thời hạn cấp phép bảo hiểm	Thẩm định 30 ngày; cấp phép 7 ngày sau khi phong tỏa vốn; tối đa 6 tháng để bổ sung hồ sơ DN bảo hiểm nước ngoài: tổng tài sản 2 tỷ USD; có lãi 3 năm liên tiếp
Bảo vệ NĐT	Tách biệt tài sản khách hàng	Tài sản khách hàng vẫn thuộc sở hữu khách hàng và được hoàn trả nếu công ty đổ vỡ. Chỉ áp dụng cho Thành viên chứng khoán
Thị trường vốn	Kênh huy động vốn cho startup	Gọi vốn cộng đồng tối đa 700.000 USD mỗi 12 tháng; chào bán riêng lẻ không giới hạn; hạn chế chuyển nhượng 6 tháng, 1 năm và 3 năm
Hạ tầng	Lựa chọn nhà đầu tư và hỗ trợ tín dụng	Lựa chọn nhà đầu tư hoặc nhà thầu không qua đấu thầu cạnh tranh; được tiếp cận danh mục tín dụng đầu tư của Nhà nước. Dẫn chiếu khung PPP và đấu thầu hiện hành; không có tiêu chí mới

Nguồn: Nghị định 324/2025/NĐ-CP, VNDIRECT RESEARCH

Theo chúng tôi, điểm hấp dẫn lớn hơn là Thành viên được dùng chung chuẩn mực và hệ thống của tập đoàn mẹ. Thành viên có thể báo cáo theo Chuẩn mực Kế toán Quốc tế (IAS), Chuẩn mực Báo cáo Tài chính Quốc tế (IFRS) hoặc nguyên tắc kế toán được công nhận chung (GAAP) mà không phải lập thêm một bộ báo cáo tài chính theo chuẩn Việt Nam. Chi nhánh ngân hàng nước ngoài và công ty/ngân hàng con có thể áp dụng khung quản trị an toàn của công ty mẹ. Với đơn vị báo cáo theo IFRS, khung của công ty mẹ phải tối thiểu bao gồm các chỉ tiêu an toàn vốn, tỷ lệ đòn bẩy, tỷ lệ bảo đảm khả năng thanh khoản và tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng (Nghị định 329). Thành viên chứng khoán không cần hợp nhất với công ty mẹ trong nước và được miễn áp dụng một số tỷ lệ an toàn. Các quy định này giúp doanh nghiệp không phải làm hai lần các khâu kế toán, quản lý vốn và báo cáo. Theo chúng tôi, khoản cắt giảm này có giá trị gần tương đương ưu đãi thuế của VIFC.

Cơ chế cấp phép rõ ràng và cơ chế bảo vệ nhà đầu tư cũng tạo thêm sự yên tâm. Cơ quan Điều hành trực tiếp cấp phép. Với công ty bảo hiểm, cơ quan này xét duyệt hồ sơ đầy đủ trong 30 ngày và cấp phép 7 ngày sau khi xác nhận ký quỹ vốn. Tài sản của khách hàng tại các công ty chứng khoán Thành viên được quản lý tách biệt và sẽ được hoàn trả nếu công ty phá sản. Tuy nhiên, khung cơ chế này vẫn còn một số hạn chế. Công ty chứng khoán Thành viên không được phục vụ khách hàng Việt Nam bên ngoài VIFC, trong khi công ty bảo hiểm nước ngoài phải có tổng tài sản tối thiểu 2 tỷ USD (52,6 nghìn tỷ đồng). Ngoài ra, cơ chế thử nghiệm (sandbox) đã có trong khung pháp lý nhưng chưa có hướng dẫn vận hành chi tiết. Vì vậy, theo chúng tôi, VIFC phù hợp với các tập đoàn quốc tế phục vụ khách hàng nước ngoài và muốn mở rộng nền tảng sẵn có sang Việt Nam. Ngược lại, VIFC chưa thật sự phù hợp với doanh nghiệp muốn phát triển khách hàng trong nước.

Giải quyết tranh chấp: nâng khả năng thu hồi vốn cho nhà đầu tư và giảm rủi ro pháp lý

Với nhà đầu tư nước ngoài, hợp đồng chỉ có giá trị khi họ thực sự đòi được quyền lợi theo hợp đồng. Tại Việt Nam, điều này trước đây khá bấp bênh. Một báo cáo của Frasers Law Company cho thấy 51% đơn yêu cầu công nhận và cho thi hành phán quyết trọng tài nước ngoài trong giai đoạn từ tháng 1/2012 đến đầu năm 2023 bị từ chối hoặc đình chỉ. Lý do phổ biến nhất là không đúng thủ tục do vi phạm các nguyên tắc cơ bản của pháp luật Việt Nam.

Trong văn bản giải trình cho dự thảo nghị định hướng dẫn, Bộ Tài chính đã ghi nhận những lo ngại lâu nay của nhà đầu tư nước ngoài về giải quyết tranh chấp. Để giải quyết vấn đề này, khung pháp lý của IFC thành lập hai thiết chế chuyên trách: một tòa án chuyên trách và một trung tâm trọng tài quốc tế.

- **Trung tâm Trọng tài Quốc tế:** một trung tâm độc lập trong VIFC xử lý tranh chấp theo chuẩn quốc tế.
- **Tòa án Chuyên trách:** tòa án xét xử các vụ việc thương mại liên quan đến VIFC.

Hai thiết chế này giúp quá trình từ khi có phán quyết đến khi thu được tiền nhanh và đơn giản hơn. Phán quyết từ Trung tâm Trọng tài của VIFC được thi hành như phán quyết trong nước, nên bên được thi hành không phải nộp đơn công nhận riêng. Nhờ vậy, bước công nhận, nơi khoảng 51% số đơn trong thống kê của Frasers bị vướng (31% bị từ chối, 20% bị đình chỉ), sẽ không còn, dù phán quyết vẫn có thể bị từ chối thi hành trong một số ít trường hợp. Ngoài ra, Tòa án Chuyên trách làm việc bằng tiếng Anh với thẩm phán nước ngoài và xét xử các tranh chấp liên quan đến Thành viên VIFC. Khi các vụ việc được tập trung về một tòa án với thẩm phán chuyên trách và thẩm phán nước ngoài, các vụ tương tự nhiều khả năng sẽ được xử nhất quán hơn so với khi rải rác ở nhiều

tòa án địa phương. Các bên tham gia Trọng tài tại Trung tâm cũng có thể thỏa thuận từ bỏ quyền khiếu kiện phán quyết, khiến bên thua khó kéo dài việc trả nợ bằng các vụ kiện tiếp theo.Theo chúng tôi, những đặc điểm này giúp tăng khả năng thu hồi nợ và rút ngắn thời gian thu hồi. Nhờ đó, bên cho vay có thể chấp nhận mức bù rủi ro thấp hơn, nhất là với các khoản vay xuyên biên giới kỳ hạn dài, vốn chịu thiệt hại nặng nhất khi thu hồi chậm. Tuy nhiên, đây mới là kỳ vọng dựa trên thiết kế cơ chế, chưa được kiểm chứng trên thực tế. Tòa án và Trung tâm Trọng tài chưa có vụ việc nào làm tiền lệ, các nguyên tắc về trật tự công của Việt Nam vẫn được áp dụng, và dữ liệu của Frasers chỉ phản ánh các vụ việc đã công bố. Nhà đầu tư sẽ đánh giá VIFC qua những vụ thi hành án đầu tiên.

Tựu chung lại, các thiết kế trên nhằm giảm chi phí gia nhập, chi phí vận hành và rủi ro pháp lý, để định chế tài chính và doanh nghiệp quốc tế đặt hoạt động huy động vốn, ngân quỹ và giao dịch tại Việt Nam thay vì qua Singapore hay Hong Kong. Tuy nhiên, chính sách chỉ tạo điều kiện; câu hỏi lớn hơn là VIFC có thể vận hành thực chất hay không. Theo chúng tôi, giống như một doanh nghiệp, VIFC cần lợi thế cạnh tranh riêng, và lợi thế đó nằm ở dòng chảy thương mại thực có của Việt Nam hơn là ở ưu đãi thuế. Phần 4 trong báo cáo này sẽ phân tích nhóm doanh nghiệp có khả năng tham gia trước dựa trên lợi thế này.

2. Tại sao Việt Nam cần VIFC

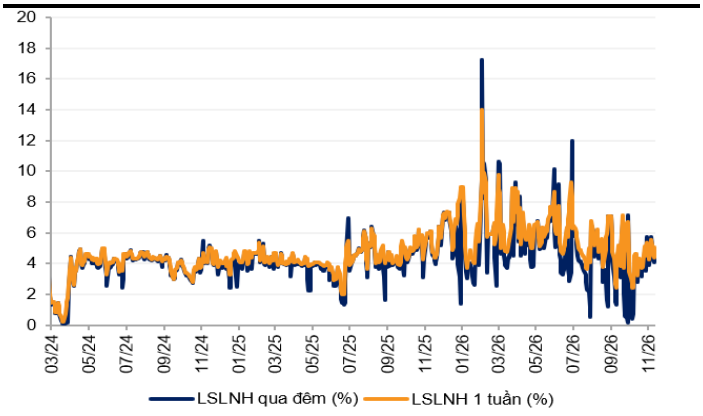
Trước mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng, mô hình tăng trưởng dựa vào vốn ngân hàng của Việt Nam đang chạm giới hạn cấu trúc

Căng thẳng thanh khoản phản ánh khoảng trống cấu trúc về nguồn vốn

Ngày 3/2/2026, lãi suất liên ngân hàng qua đêm tại Việt Nam tăng vọt lên khoảng 17%, gấp bốn lần mức trung bình các tuần trước đó và là mức cao nhất trong nhiều năm trở lại đây. Đây không đơn thuần là biến động kỹ thuật ngắn hạn, mà phản ánh áp lực cấu trúc đã tích lũy trong hệ thống ngân hàng qua nhiều năm, bao gồm: (1) tín dụng tăng liên tục nhanh hơn huy động, (2) sự phụ thuộc ngày càng lớn vào nguồn vốn liên ngân hàng thay vì tiền gửi bán lẻ ổn định, và (3) mức độ phụ thuộc đáng kể của nền kinh tế vào tín dụng ngân hàng như một kênh tài trợ chủ đạo.

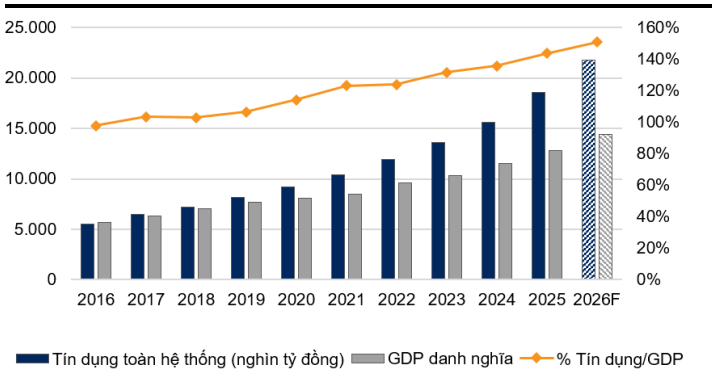
Đến cuối năm 2025, tăng trưởng tín dụng đạt 19,1% svck, trong khi tăng trưởng huy động chỉ đạt 14,1%, chênh lệch 5 điểm %. Điều này đẩy tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) toàn hệ thống lên khoảng 114%. Tỷ lệ tín dụng/GDP tiến gần mức 145%, gần gấp ba lần mức trung vị 52% của nhóm được xếp hạng 'BB', theo Fitch (tháng 1/2026).

Hình 6: Lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng vọt lên ~17% vào tháng 2/2026 và duy trì biến động mạnh, với đợt tăng thứ hai lên ~12% vào tháng 6 (%)



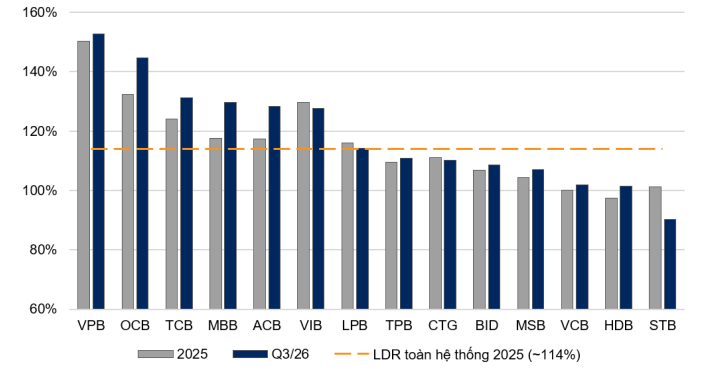
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Tỷ lệ tín dụng/GDP tăng từ ~97% năm 2016 lên ~145% năm 2025, gần gấp ba lần mức trung vị 52% của nhóm được xếp hạng 'BB' (nghìn tỷ đồng, %)



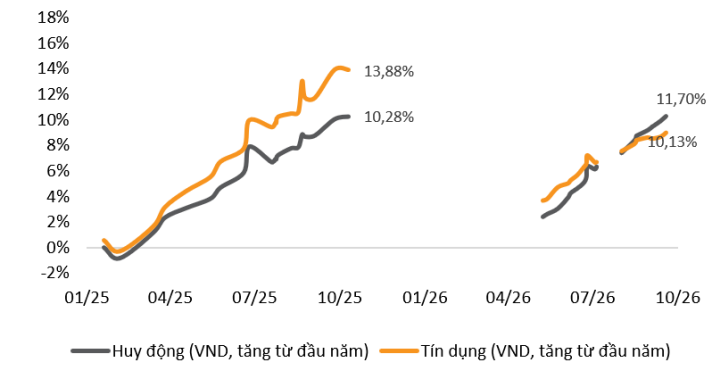
Nguồn: NHNN, NSO, WB, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Đến cuối năm 2025, tăng trưởng tín dụng đạt 19,1% svck, trong khi tăng trưởng huy động chỉ đạt 14,1%, chênh lệch 5 điểm %. Điều này đẩy tỷ lệ cho vay/huy động (LDR) toàn hệ thống lên khoảng 114%.



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Tín dụng VND tăng nhanh hơn huy động VND trong năm 2025 nhưng sang năm 2026 tăng trưởng huy động đã vượt tín dụng (11,7% so với 10,1% từ đầu năm) khi NHNN kiểm soát chặt tăng trưởng tín dụng (% từ đầu năm)



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Trong nửa đầu 2026, ba yếu tố đã khuếch đại thêm áp lực thanh khoản

Thứ nhất, ngân sách nhà nước thặng dư 419 nghìn tỷ đồng trong 6T26 (so với 496 nghìn tỷ đồng trong 5T26), trong khi giải ngân đầu tư công chậm hơn kỳ

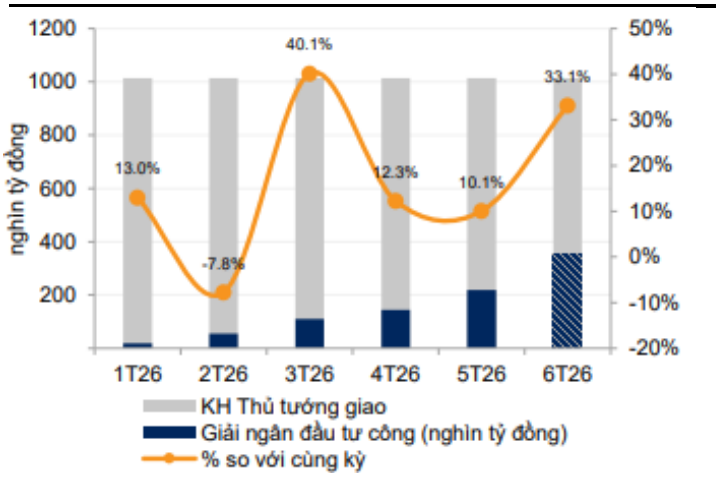
vọng, khiến một lượng lớn vốn nằm tại Kho bạc Nhà nước thay vì chảy trở lại nền kinh tế. Thứ hai, NHNN duy trì chính sách tiền tệ thận trọng trong bối cảnh áp lực tỷ giá và dự trữ ngoại hối tương đối mỏng (gần 87,6 tỷ USD) tính đến ngày 18/6/2026 theo NHNN, tương đương ~1,9 tháng nhập khẩu vào tháng 12/2025, thấp hơn ngưỡng khuyến nghị ba tháng của IMF), hạn chế không gian bơm lượng lớn thanh khoản VND. Thứ ba, áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp bất động sản vẫn lớn. Ước tính khoảng 78,3 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong Q4/26 (+46% svck), trong đó trái phiếu bất động sản chiếm 46%, và thêm khoảng 190,7 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp (không gồm trái phiếu ngân hàng) sẽ đáo hạn trong năm 2027. Lịch đáo hạn dày đặc này cho thấy mối liên hệ chặt chẽ giữa ngành ngân hàng và bất động sản Việt Nam. Bất động sản chiếm khoảng 25,5% tổng tín dụng tại cuối tháng 6/2026, và tín dụng bất động sản tăng 8,3% từ đầu năm, nhanh hơn tín dụng toàn hệ thống (7,41%).

Hình 10: Ngân sách nhà nước thặng dư 419 nghìn tỷ đồng trong 6T26 (so với 496 nghìn tỷ đồng trong 5T26), trong khi giải ngân đầu tư công chậm hơn kỳ vọng

Đơn vị: tỷ đồng	6T26	% KH 2026	% svck
Thu ngân sách	**1,568.2**	**62.0%**	**17.7%**
Thu nội địa	1,352.7	61.5%	16.5%
Thu từ dầu thô	31.1	72.4%	26.1%
Thu từ hoạt động XNK	183.6	66.0%	22.9%
Chi ngân sách	**1,149.1**	**36.4%**	**0.1%**
Chi thường xuyên	730.0	40.4%	-5.9%
Đầu tư, phát triển	357.1	31.9%	13.9%
Chi trả nợ lãi	60.2	50.0%	8.1%
Bội thu NSNN	**419.1**		**127.3%**

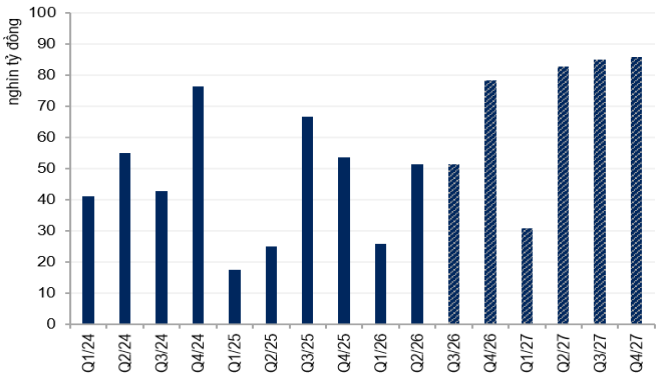
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Giải ngân đầu tư công tính đến cuối tháng 6/2026 đạt 357 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 35,5% kế hoạch cả năm của Thủ tướng Chính phủ



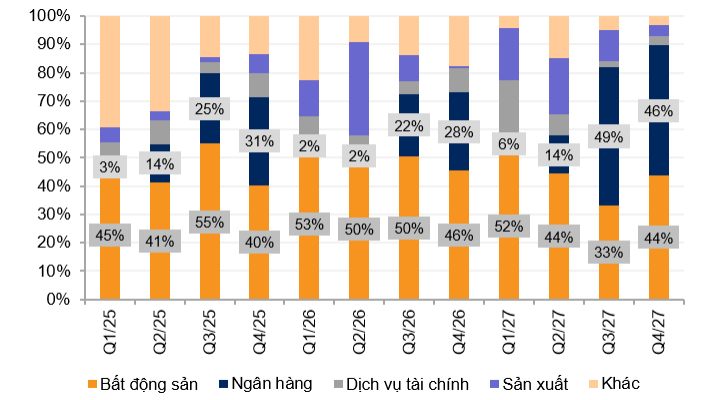
Nguồn: Bộ tài chính, NSO, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Chúng tôi ước tính trong bốn tháng còn lại của năm 2026, tổng lượng trái phiếu doanh nghiệp (tư nhân) đáo hạn dự kiến đạt ~97 nghìn tỷ đồng/3,7 tỷ USD



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Ước tính khoảng 78,3 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong Q4/26 (+46% svck), trong đó trái phiếu bất động sản chiếm 46%, và thêm khoảng 190,7 nghìn tỷ đồng trái phiếu doanh nghiệp (không gồm trái phiếu ngân hàng) sẽ đáo hạn trong năm 2027



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Các ngân hàng cạnh tranh gay gắt để huy động tiền gửi, khiến chi phí vốn neo ở mức cao.

Trên thị trường bán lẻ, lãi suất huy động tăng nhanh, với lãi suất thực tế tại một số ngân hàng lên tới 9-10% cho kỳ hạn trên 6 tháng — cao hơn hẳn mức niêm yết công khai. Lãi suất cho vay cũng tăng theo. Theo NHNN, lãi suất cho vay bình quân đối với các khoản vay VND mới và dư nợ hiện hữu tại các NH quốc doanh và NHTM cổ phần tăng lên 8,4-10,7% vào tháng 8/2026, từ mức 8,3-10,5% trong tháng 7. Lãi suất thả nổi cho vay bán lẻ phổ biến ở mức 12-14%, trong khi lãi suất vay mua nhà sau ưu đãi lên tới 16-17% vào đầu tháng 10/2026. Điều này tạo áp lực hai chiều: hạn chế khả năng tiếp cận tín dụng của khu vực sản xuất, đồng thời là rủi ro đối với chất lượng tài sản của ngân hàng. Các chỉ đạo giảm lãi suất của NHNN từ tháng 4/2026 có tác động hạn chế. Khi nhiều ngân hàng cùng cạnh tranh huy động trên một lượng tiền gửi nhất định, mỗi ngân hàng đều có nhiều động lực hơn để xây dựng nguồn vốn trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng hai con số. Điều này một phần phản ánh cấu trúc thị trường: số lượng lớn ngân hàng cạnh tranh gay gắt cho cùng một nguồn tiền gửi trong nước làm giảm hiệu lực của các biện pháp hành chính. Một số ngân hàng tăng lãi suất trở lại chỉ vài tuần sau khi đồng thuận giảm. Đến tháng 10, NHNN tiếp tục chỉ đạo mạnh hơn, yêu cầu giảm tối thiểu 0,5 điểm % lãi suất huy động niêm yết cho kỳ hạn từ sáu tháng trở lên và giảm 1,5–2 điểm % lãi suất cho vay đối với lĩnh vực sản xuất, đồng thời sẽ cấp hạn mức tín dụng thấp hơn cho các ngân hàng không tuân thủ.

Nhìn chung, bức tranh ngành ngân hàng năm 2026 cho thấy hệ thống đang vận hành gần giới hạn cấu trúc, khi năng lực huy động vốn trong nước không còn theo kịp tốc độ mở rộng tín dụng cần thiết để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng của nền kinh tế. Đến nay, NHNN đã triển khai một số biện pháp để hỗ trợ thanh khoản hệ thống và làm chậm đà tăng lãi suất, bao gồm: 1) nới cách tính tỷ lệ LDR (Thông tư 08/2026/TT-NHNN, hiệu lực từ 15/5/2026, sau đó nâng tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của Kho bạc Nhà nước lên 50% từ 1/8/2026) và yêu cầu về NSFR (Thông tư 25/2026/TT-NHNN, hiệu lực từ 1/7/2026), giúp giảm cạnh tranh huy động; 2) nghiên cứu nâng trần tiền gửi của Kho bạc Nhà nước tại các NHTM lên trên 50%; 3) kiểm soát tăng trưởng tín dụng qua hạn mức thấp (15% cho năm 2026) để thu hẹp khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và huy động; 4) hoán đổi (swap) USD/VND kỳ hạn 182 ngày từ ngày 6/11/2026, bơm khoảng 44,4 nghìn tỷ đồng thanh khoản dài hạn cho các TCTD có dư nợ nước ngoài từ 12 tháng trở lên nhằm hỗ trợ giảm lãi suất cho vay; và 5) mua ngoại tệ giao ngay tại mức 25.500 VND/USD hai phiên mỗi tuần từ ngày 11/11/2026, qua đó tạo mức sàn cho tỷ giá và mở thêm kênh tích lũy dự trữ ngoại hối, bơm VND dài hạn.

Theo quan điểm của chúng tôi, đây chủ yếu là các biện pháp tạm thời, chưa giải quyết được vấn đề cấu trúc nền tảng của hệ thống ngân hàng. Để hỗ trợ giai đoạn tăng trưởng tiếp theo, Việt Nam cần phát triển thị trường vốn như một kênh tài trợ bổ sung — hướng đi bền vững hơn để xử lý những vấn đề mang tính hệ thống này.

Từ rủi ro cấu trúc đến phản ứng chính sách: VIFC có thể được xem là một mảnh ghép thể chế để mở ra kênh huy động vốn thay thế

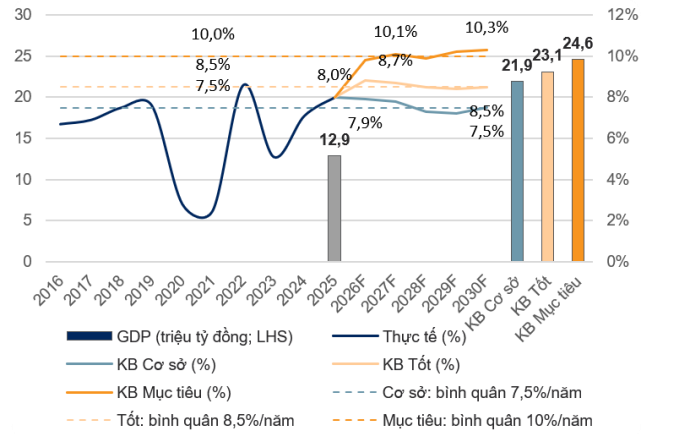
Việt Nam đặt mục tiêu tăng trưởng GDP 10%/năm giai đoạn 2026-30, hướng tới đạt vị thế quốc gia có thu nhập trung bình cao vào năm 2030. Để đạt mục tiêu này, tổng nhu cầu vốn đầu tư toàn xã hội giai đoạn 2026-30 ước tính đạt 38,6 triệu tỷ đồng (~40% GDP), tương đương 1,4 lần giai đoạn 2021-25. Khu vực tư nhân được kỳ vọng đóng góp 56% nhu cầu vốn này, trong khi vốn nhà nước chỉ chiếm khoảng 29%.

Hình 14: Ước tính nhu cầu vốn đầu tư theo các kịch bản tăng trưởng GDP

Chỉ tiêu	Đơn vị	2021-2025	Kịch bản cơ sở	Kịch bản Chuyển tiếp	Kịch bản Mục tiêu
Tăng trưởng GDP	**%/năm**	**6,2**	**7,5**	**8,5**	**10,0**
Quy mô GDP cuối kỳ, giá hiện hành	Tỷ đồng	12.891.052,6	21.930.381,4	23.028.976,4	24.625.466,8
ICOR		**6,5**	**5,5**	**5,2**	**4,7**
Nhu cầu vốn đầu tư (giá so sánh)	Tỷ đồng	11.464.774,0	16.224.055,0	17.568.428,7	19.429.886,0
Nhu cầu vốn đầu tư (giá hiện hành)	**Tỷ đồng**	**17.338.058,0**	**31.108.097,0**	**32.070.038,8**	**38.606.461,9**
Vốn đầu tư/GDP	%	32,8	34,4	35,1	40,0
Dự kiến nhu cầu vốn đầu tư từ các khu vực (theo giá hiện hành)					
Đầu tư từ khu vực Nhà nước	Tỷ đồng	4.725.637,7	8.629.446,0	9.430.976,6	11.200.590,9
Trong đó: Đầu tư công	*Tỷ đồng*	*3.200.053,2*	*6.540.702,0*	*7.180.558,0*	*8.582.934,5*
Đầu tư từ khu vực Tư nhân/ngoài NN	Tỷ đồng	9.808.648,2	16.493.594,0	17.588.571,7	21.629.910,0
Đầu tư từ khu vực FDI	Tỷ đồng	2.803.772,6	4.211.758,0	5.050.490,5	5.775.961,0
Cơ cấu vốn đầu tư		**100**	**100**	**100**	**100**
Đầu tư từ khu vực Nhà nước	%	27,3	27,7	29,4	29,0
Trong đó: Đầu tư công	*%*	*18,5*	*21,0*	*22,4*	*22,2*
Đầu tư từ khu vực Tư nhân/ngoài NN	%	56,6	53,0	54,8	56,0
Đầu tư từ khu vực FDI	%	16,2	13,5	15,7	15,0
Vốn đầu tư phát triển	**Tỷ USD**		**1.178,9**	**1.215,3**	**1.463,0**
Đầu tư từ khu vực Nhà nước	Tỷ USD		327,0	357,4	424,5
Trong đó: Đầu tư công	*Tỷ USD*		*247,9*	*272,1*	*325,3*
Đầu tư từ khu vực Tư nhân/ngoài NN	Tỷ USD		625,0	666,5	819,7
Đầu tư từ khu vực FDI	Tỷ USD		159,6	191,4	218,9

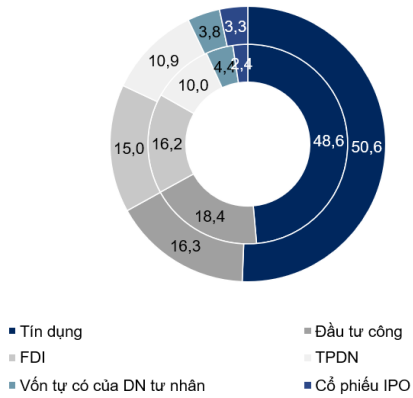
Nguồn: Ủy ban Chính sách và Chiến lược Trung ương, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Tăng trưởng GDP 2016-2030F (%; phải) và quy mô GDP năm 2025 và 2030F theo ba kịch bản (nghìn tỷ đồng; trái)



Nguồn: Ủy ban Chính sách và Chiến lược Trung ương, TCTK, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Tín dụng ngân hàng cung ứng khoảng một nửa nguồn vốn của nền kinh tế, phần còn lại chia cho đầu tư công, FDI và trái phiếu doanh nghiệp (% tổng nguồn vốn)



Nguồn: Ủy ban Chính sách và Chiến lược Trung ương, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Bảng chuyển hóa vốn huy động thành vốn đầu tư thực tế cho mục tiêu tăng trưởng hai con số (Đơn vị: % GDP trừ khi có chú thích khác). Tín dụng là kênh huy động lớn nhất (13-14% GDP) nhưng có tỷ lệ chuyển hóa thấp nhất, chỉ 6,9% GDP trở thành vốn đầu tư thực tế, nên xét về vốn chuyển hóa thuần, kênh này thấp hơn vốn tư nhân (7,6-9,2% GDP)

	Đầu tư/GDP = 33%				Đầu tư/GDP = 43.4%				Đầu tư/GDP = 47%			
Kênh huy động	Cơ cấu huy động (% GDP)	Tỷ lệ hấp thụ (%)	Dep (%)	chuyển hóa ròng (% GDP)	Cơ cấu huy động (% GDP)	Tỷ lệ hấp thụ (%)	Dep (%)	chuyển hóa ròng (% GDP)	Cơ cấu huy động (% GDP)	Tỷ lệ hấp thụ (%)	Dep (%)	chuyển hóa ròng (% GDP)
1. Tín dụng	13,2	55,0	3,0	**6,9**	13,0	55,0	3,0	**6,8**	14,1	55,0	3,0	**7,3**
2. Đầu tư công	3,3	92,0	10,0	**2,7**	5,2	92,0	10,0	**4,3**	5,6	92,0	10,0	**4,6**
3. Trái phiếu DN	2,6	65,0	8,0	**1,7**	6,5	65,0	8,0	**3,7**	7,1	65,0	8,0	**4,0**
4. Vốn tự có DN & hộ	9,9	82,0	3,5	**7,6**	10,8	82,0	3,5	**8,5**	11,8	82,0	3,5	**9,2**
5. FDI thực hiện	3,3	92,0	4,0	**2,9**	6,5	92,0	4,0	**5,7**	7,1	92,0	4,0	**6,2**
6. ODA & khác	0,7	95,0	9,5	**0,6**	1,3	95,0	9,5	**1,1**	1,4	95,0	9,5	**1,2**
Tổng (theo số liệu nguồn)	**33,0**			**22,3**	**43,4**			**30,1**	**47,0**			**32,6**
Tỷ lệ chuyển hóa ròng (vốn chuyển hóa ròng / cơ cấu huy động)				**67,6%**				**69,4%**				**69,4%**

Nguồn: Ủy ban Chính sách và Chiến lược Trung ương, VNDIRECT RESEARCH

Về cơ cấu kỳ hạn, nhu cầu vốn giai đoạn tới nghiêng mạnh về vốn dài hạn, phản ánh làn sóng đầu tư hạ tầng được xem là lớn nhất trong một giai đoạn 5 năm từ trước đến nay. Quốc hội đã thông qua kế hoạch đầu tư công trung hạn 8,22 triệu tỷ đồng (~312 tỷ USD) cho giai đoạn 2026-30, tương đương 2,7 lần mức 2,87 triệu tỷ đồng thực giải ngân trong giai đoạn 2021-25, tập trung vào các dự án hạ tầng chiến lược. Chúng tôi ước tính nhu cầu vốn hàng năm cho các dự án này khoảng 44,5 tỷ USD (1.170 nghìn tỷ đồng) trong giai đoạn 2026-30, với kỳ hạn tài trợ phổ biến 20-40 năm tùy dự án và nguồn vốn. Theo quan điểm của chúng tôi, cơ cấu kỳ hạn siêu dài này, kết hợp với quy mô vốn cần hàng năm lớn, là thách thức đáng kể với các ngân hàng trong nước, vốn chủ yếu dựa vào tiền gửi ngắn hạn.

Hình 18: Chúng tôi ước tính nhu cầu vốn hàng năm cho các dự án này khoảng 44,5 tỷ USD trong giai đoạn 2026-30, với kỳ hạn tài trợ phổ biến 20-40 năm tùy dự án và nguồn vốn

Tên dự án	Mục đích	Quy mô vốn	Kỳ hạn	Vốn đầu tư hàng năm (Đơn vị: tỷ USD)
Đường sắt tốc độ cao Bắc-Nam	Kết nối vận tải hành khách/hàng hóa quốc gia, tốc độ thiết kế 350km/h, dài 1.541km	67,34 tỷ USD (~1,7 triệu tỷ đồng); bố trí vốn ngân sách khoảng 5,6 tỷ USD/năm	Bố trí vốn qua 3 kỳ trung hạn liên tiếp (~12 năm, 2026-2038); hoàn thành 2035. Cơ chế cho vay lại (nếu qua PPP): lãi suất tối thiểu 0%, kỳ hạn vay tối đa 30 năm	khoảng 5,6 tỷ USD/năm
Quy hoạch điện VIII (PDP8, điều chỉnh)	Mở rộng nguồn điện (LNG, tái tạo) và lưới truyền tải, đảm bảo an ninh năng lượng cho tăng trưởng 2 con số	136,3 tỷ USD giai đoạn 2026-2030 (nguồn điện 118,2 tỷ USD; lưới truyền tải 18,1 tỷ USD); định hướng 2031-2035 thêm 130 tỷ USD	Phần lớn là nợ dài hạn, kỳ hạn 15-25 năm theo cơ chế tín dụng xanh/khoản vay khí hậu trong nước và quốc tế	khoảng 27,26 tỷ USD/năm
Sân bay quốc tế Long Thành	Sân bay Long thành rộng 5.000ha, tổng mức đầu tư 16 tỷ USD (3 giai đoạn), giai đoạn 1 dự kiến vận hành thương mại trong năm 2026	Giai đoạn 1: Tổng 4,6-5,4 tỷ USD; riêng khoản vay thương mại từ 3 NHTM quốc doanh (Vietcombank 1 tỷ USD, VietinBank 450 triệu USD, BIDV 350 triệu USD) = 1,8 tỷ USD	Khoản vay thương mại từ 3 NHTM quốc doanh có kỳ hạn 20 năm	khoảng 0,36-0,6 tỷ USD/năm
Metro Hà Nội	Hiện đại hóa giao thông công cộng nội đô, giảm ùn tắc, tái cấu trúc không gian đô thị Thủ đô.	Tổng mức đầu tư 53 tỷ USD chia làm 3 giai đoạn (kéo dài tới 2045, ~19 năm). Giai đoạn 2024-2030: 96,8km/14,6 tỷ USD, hoàn thành trước năm 2030	Vốn ODA từ ADB/AFD/KfW/JICA — chuẩn ODA chung: kỳ hạn 25-40 năm, ân hạn 8-10 năm. Tuyến số 3 (Ga Hà Nội-Hoàng Mai): vay 1,48 tỷ USD từ ADB, AFD, KfW	khoảng 2,43 tỷ USD/năm cho giai đoạn 2024-2030
Hệ thống Metro TP.HCM (6-9 tuyến)	Mở rộng mạng lưới đường sắt đô thị lên 187-375km, giảm ùn tắc, tái cấu trúc đô thị đa cực	19,67-21,7 tỷ USD đến 2030 (riêng đề án 9 tuyến công bố 4/2026: 981.000 tỷ đồng); nguồn: ngân sách địa phương + ODA + cơ chế đặc thù NQ188	Trước đây theo ODA (JICA, ADB, KfW, EIB) kỳ hạn 25-40 năm; KfW đã dừng cấp vốn cho tuyến số 2 (2025), TP.HCM chuyển sang vốn ngân sách trong nước — rút ngắn kỳ hạn hiệu dụng so với ODA gốc	~ 3,93 - 4,34 tỷ USD/năm
Hạ tầng đô thị & thích ứng khí hậu	Tăng cường khả năng chống chịu khí hậu, giảm thiệt hại kinh tế ước tính 400-523 tỷ USD đến 2050; đô thị hóa xanh, chống ngập, hạ tầng thích ứng	Tổng nhu cầu 55-92 tỷ USD (2021-2030); riêng phần cần huy động ngoài ngân sách khoảng 2,75-6,42 tỷ USD/năm, tương đương 27,5-64,16 tỷ USD cho cả giai đoạn (nếu duy trì chi ngân sách 1,5% GDP/năm cho thích ứng)	NA	~ 2,75 - 6,42 tỷ USD/năm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Vấn đề rất rõ ràng: Khi hệ thống ngân hàng tiến gần giới hạn cấu trúc, tín dụng ngân hàng không còn đủ dư địa để đáp ứng phần nhu cầu vốn tăng thêm nhanh chóng. Muốn đạt tăng trưởng GDP hai con số, Việt Nam cần chuyển dịch cấu trúc vốn sang phát triển thực chất thị trường vốn và các tổ chức đầu tư chuyên nghiệp để giảm tải cho hệ thống ngân hàng. Trong bối cảnh đó, VIFC là hướng đi cần thiết để huy động vốn quốc tế ở quy mô lớn.

3. VIFC hỗ trợ ra sao: huy động vốn, xếp hạng tín nhiệm quốc gia và thương mại

VIFC sẽ mở rộng nguồn vốn cho mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng

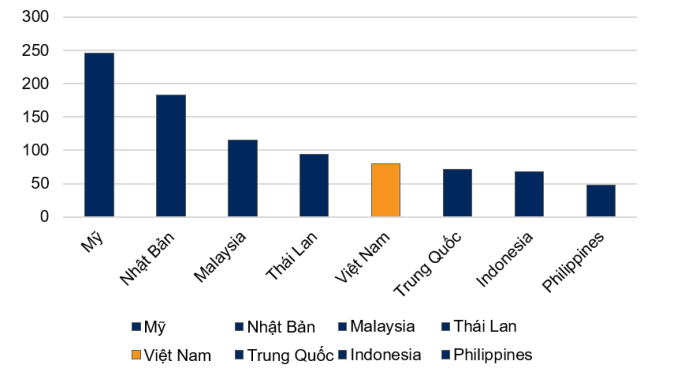
VIFC được thiết kế như cửa ngõ của Việt Nam để tiếp cận vốn quốc tế. Mục tiêu tăng trưởng hai con số của Việt Nam đòi hỏi vốn đầu tư lớn hơn nhiều so với khả năng cung ứng của nguồn vốn trong nước, khi tín dụng ngân hàng đã vượt tốc độ huy động và thị trường vốn trong nước vẫn còn mỏng (Hình 19 và 20). Theo quan điểm của chúng tôi, VIFC có thể mở rộng khả năng huy động vốn nước ngoài của nền kinh tế, bổ sung thay vì thay thế tín dụng ngân hàng. Đóng góp của VIFC phụ thuộc vào việc dòng vốn đó có thực sự là vốn mới hay chỉ là dòng vốn được điều hướng.

Với nền kinh tế, VIFC bổ sung các kênh huy động vốn ngoài tín dụng ngân hàng. Nghị quyết 222 liệt kê cổ phiếu, trái phiếu, chứng chỉ quỹ, công cụ phái sinh và quản lý quỹ trong các sản phẩm của VIFC. VIFC cũng hướng tới vốn cho tài chính xanh và chuyển đổi năng lượng. Theo quan điểm của chúng tôi, ba kênh có khả năng mở rộng quy mô rõ ràng nhất, xét theo mức độ sẵn sàng về pháp lý và các cam kết đã công bố, là: tài trợ dự án và hạ tầng, trái phiếu, và quỹ đầu tư.

- **Tài trợ dự án và hạ tầng** là kênh có quy mô lớn nhất trong trung hạn, khi các ngân hàng nước ngoài đã hiện diện tại VIFC. Kênh này có thể bao gồm: 1) cho vay hợp vốn do ngân hàng nước ngoài dẫn đầu, 2) khoản vay nước ngoài cho các công ty dự án trong nước, và 3) các dự án PPP, vẫn tuân theo khung PPP quốc gia nhưng có thể chỉ định nhà đầu tư mà không qua đấu thầu cạnh tranh và được tiếp cận tín dụng đầu tư của Nhà nước**.**
- **Trái phiếu** là kênh thứ hai. Các tổ chức phát hành và nhà đầu tư trái phiếu xanh được hưởng ưu đãi theo các chương trình do Cơ quan Điều hành VIFC xây dựng. Việc phát hành vẫn tuân theo luật trái phiếu chung, và Việt Nam đã có thị trường trái phiếu trong nước. Do đó, lợi ích thực tế phụ thuộc vào việc thu hút được nhà đầu tư mới, không chỉ là có thêm một địa điểm phát hành mới.
- **Quỹ đầu tư, vốn cổ phần tư nhân (private equity) và vốn đầu tư mạo hiểm (venture capital)** là kênh thứ ba. Các kênh này phụ thuộc vào nhà đầu tư tổ chức mà danh sách Thành viên công khai hiện chưa cho thấy, nên quy mô kênh này nhiều khả năng còn nhỏ trong vài năm đầu. Gọi vốn cộng đồng (crowdfunding), thị trường carbon và tài sản số là các kênh nhỏ hơn hoặc ở giai đoạn sớm hơn.

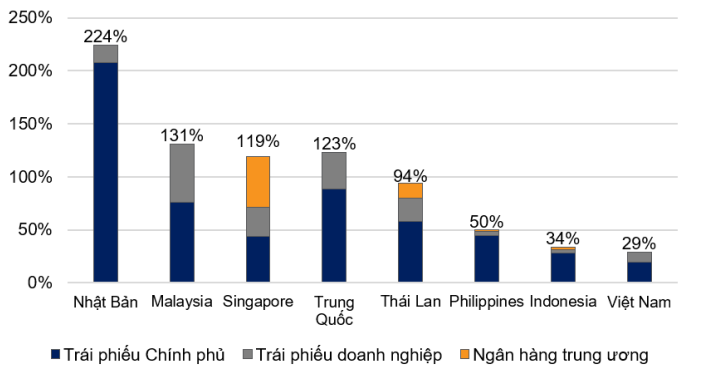
Với hệ thống ngân hàng, VIFC hỗ trợ huy động vốn từ nước ngoài cho các tập đoàn ngân hàng Việt Nam. Cơ chế này vận hành qua các ngân hàng Thành viên, tức các công ty con một thành viên do ngân hàng mẹ thành lập tại VIFC, chứ không phải chính ngân hàng mẹ. Một ngân hàng Thành viên có thể vay vốn quốc tế với quy mô lớn theo cơ chế khai báo và báo cáo, không cần NHNN phê duyệt từng giao dịch, sau đó cho vay lại trong nước bằng ngoại tệ cho các khách hàng đủ điều kiện (theo Nghị quyết 222, Điều 16, và Nghị định 329). Ở cấp độ tập đoàn, điều này giúp đa dạng hóa cơ cấu nguồn vốn theo hướng vốn nước ngoài. Nguồn vốn này thường có kỳ hạn dài hơn tiền gửi trong nước, qua đó giảm áp lực về kỳ hạn và cạnh tranh huy động tiền gửi khách hàng.

Hình 19: Vốn hóa thị trường cổ phiếu Việt Nam tăng từ 64,8% lên 79,5% GDP, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với các nước trong khu vực (Đơn vị: %)



Số liệu tính đến cuối năm 2025
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Quy mô thị trường trái phiếu (gồm trái phiếu Chính phủ, trái phiếu doanh nghiệp và tín phiếu NHNN) vẫn còn khá nhỏ



Số liệu tính đến cuối năm 2025.
Nguồn: VBMA, FiinproX, VNDIRECT RESEARCH

VIFC bổ sung thêm luồng vốn mới, hỗ trợ giảm chi phí vay trong trung - dài hạn

Hình 21: Lịch sử xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam, 2010–tháng 10/2026

Cuối năm	Moody's	Triển vọng	S&P	Triển vọng	Fitch	Triển vọng
2010	B1	Tiêu cực	BB-	Tiêu cực	n/a	n/a
2011	B1	Tiêu cực	BB-	Tiêu cực	n/a	n/a
2012	B2	Ổn định	BB-	Ổn định	n/a	n/a
2013	B2	Ổn định	BB*	n/a	n/a	n/a
2014	B1	Ổn định	BB*	n/a	n/a	n/a
2015	B1	Ổn định	BB*	n/a	n/a	n/a
2016	B1	Ổn định	BB*	n/a	BB-	Ổn định
2017	B1	Tích cực	BB*	n/a	BB-	Tích cực
2018	Ba3	Ổn định	BB*	n/a	BB	Ổn định
2019	Ba3	Tiêu cực	BB	Developing	BB	Tích cực
2020	Ba3	Tiêu cực	BB	Ổn định	BB	Ổn định
2021	Ba3	Tích cực	BB	Tích cực	BB	Tích cực
2022	Ba2	Ổn định	BB+	Ổn định	BB	Tích cực
2023	Ba2	Ổn định	BB+	Ổn định	BB+	Ổn định
2024	Ba2	Ổn định	BB+	Ổn định	BB+	Ổn định
2025	Ba2	Ổn định	BB+	Ổn định	BB+	Ổn định
T10/26	**Ba2**	**Tích cực**	**BB+**	**Ổn định**	**BB+**	**Ổn định**
Số bậc còn cách mức đầu tư (T10/26)	**2**		**1**		**1**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Việt Nam đặt mục tiêu nâng hạng tín nhiệm quốc gia lên mức đầu tư (IG) từ mức xếp hạng không phải đầu tư (HY) hiện tại của Moody's, S&P hoặc Fitch trước năm 2030. Các tổ chức xếp hạng liên tục nhắc đến hệ thống ngân hàng như một yếu tố cản trở chính: Moody's (tháng 5/2026) nhận định rủi ro trong hệ thống ngân hàng, lĩnh vực bất động sản và điểm yếu về thể chế tiếp tục hạn chế xếp hạng, trong khi Fitch (tháng 6/2026) chỉ ra khung chính sách còn tương đối sơ khai và mức đòn bẩy của nền kinh tế cao và đang tăng.Điểm chung là Việt Nam phụ thuộc nhiều vào hệ thống ngân hàng. Fitch dự báo tín dụng ngân hàng đạt khoảng 155% GDP, gấp ba lần mức trung vị 52% của nhóm 'BB', và lưu ý vùng đệm vốn của các ngân hàng còn mỏng so với nhóm so sánh.

Theo quan điểm của chúng tôi, điểm nghẽn của việc nâng hạng tín nhiệm hiện tại là rủi ro của hệ thống tài chính, VIFC chỉ góp phần đa dạng hóa thêm luồng vốn chứ ko giải được bài toán rủi ro. Tuy nhiên, VIFC có thể thu hút thêm vốn dài hạn từ nhà đầu tư quốc tế nếu các sản phẩm và cơ chế vận hành đáp ứng đúng nhu cầu thực của doanh nghiệp, qua đó giảm sự phụ thuộc vào nguồn vốn

ngân hàng, hỗ trợ gián tiếp lộ trình nâng hạng và giảm chi phí vốn. Nguồn vốn ngoại tệ kỳ hạn dài hơn cũng giúp ngân hàng khớp tốt hơn kỳ hạn huy động và cho vay, trong bối cảnh Fitch ghi nhận tín dụng tăng nhanh hơn huy động. Moody's chỉ ra rủi ro ngân hàng cho vay các doanh nghiệp bất động sản là một rủi ro nghĩa vụ nợ tiềm tàng, và việc phân tán tài trợ hạ tầng dài hạn ra nhiều bên cho vay hơn sẽ làm giảm mức độ tập trung rủi ro này.

Lộ trình nâng hạng tín nhiệm quốc gia quan trọng vì giá trị mà nó mang lại trong việc giảm chi phí huy động vốn của Việt Nam. Theo VinaCapital (Hình 22), chi phí vay nợ của Việt Nam là 7,8%, cao hơn Indonesia (6,9%) và Philippines (6,6%), và cao hơn đáng kể so với Malaysia (4,0%) và Thái Lan (2,1%). Theo quan điểm của chúng tôi, VIFC có thể giúp giảm chi phí vay vốn của Việt Nam vì:

- **Nhóm nhà đầu tư mở rộng đáng kể** — nhiều quỹ hưu trí toàn cầu, công ty bảo hiểm và quỹ nợ thận trọng chỉ được phép nắm giữ tài sản ở mức đầu tư (IG), và nhiều nhà đầu tư này có thể tài trợ cho các dự án dài hạn với chi phí thấp hơn
- **Mức chênh lệch lãi suất (spread) giảm nhiều hơn mức tương xứng** — một nghiên cứu của IMF trên 35 thị trường mới nổi (1997-2010) cho thấy việc được xếp hạng đầu tư giúp giảm mức chênh lệch lợi suất trái phiếu chính phủ đi 36%, ngoài phần có thể giải thích bởi các yếu tố vĩ mô nền tảng. Các chuyên gia VinaCapital ước tính việc nâng hạng có thể giúp giảm tới 150 điểm cơ bản chi phí vay vốn của Việt Nam. Tại sáu thị trường mới nổi, mức bù rủi ro cho vay đã giảm trung bình ~119 điểm cơ bản (dao động 48-260 điểm cơ bản) trong hai năm quanh thời điểm nâng hạng lần đầu. Điều này có thể giúp giảm chi phí tài trợ cho khu vực tư nhân và cải thiện hiệu quả tài chính của các dự án hạ tầng.
- **Kỳ hạn kéo dài hơn và cấu trúc khoản vay được cải thiện** — xếp hạng đầu tư không chỉ giúp giảm chi phí vốn, mà còn có thể giúp kéo dài kỳ hạn vay (20-30 năm), nới lỏng các điều khoản ràng buộc, và giảm sự phụ thuộc vào bảo lãnh hoặc công cụ bảo đảm tín dụng — những yếu tố thường quan trọng hơn mức chênh lệch lãi suất danh nghĩa đối với tài trợ hạ tầng.

Hình 22: Các chuyên gia VinaCapital ước tính việc nâng hạng có thể giúp giảm tới 150 điểm cơ bản chi phí vay vốn của Việt Nam

Quốc gia	Chi phí nợ	Chi phí vốn CSH	S&P	Moody's	Fitch
Nhật Bản	1,9%	7,0%	A+	A1	A
Hàn Quốc	3,2%	7,9%	AA	Aa2	AA-
Thái Lan	2,1%	8,1%	BBB+	Baa1	BBB+
Malaysia	4,0%	9,4%	A-	A3	BBB+
Indonesia	6,9%	13,0%	BBB	Baa2	BBB
Philippines	6,6%	12,8%	BBB+	Baa2	BBB
Việt Nam	7,8%	15,2%	BB+	Ba2 (Tích cực)	BB+

Nguồn: Vinacapital, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Tại sáu thị trường mới nổi, mức bù rủi ro cho vay đã giảm trung bình ~119 điểm cơ bản (dao động 48-260 điểm cơ bản) trong hai năm quanh thời điểm nâng hạng lần đầu

What Happens After an Upgrade[2]

	Stock Market	Cost of Capital	FDI	FX Reserves
Average	111%	-119	117%	130%
India	308%	-62	133%	149%
Thailand	150%	-48	262%	253%
Indonesia	69%	-83	63%	50%
Philippines	59%	-88	48%	7%
Mexico	55%	-66	95%	59%
Brazil	56%	-260	110%	236%

Source: IMF, World Bank, Bloomberg, CEIC, Maybank

Nguồn: Vinacapital

VIFC và các FTZ giúp Việt Nam mở rộng đồng thời nền kinh tế thực và hạ tầng tài chính

VIFC được thiết kế để hoạt động song hành với mô hình Khu thương mại tự do (FTZ) của Việt Nam (chi tiết hơn trong báo cáo FTZ của chúng tôi), giúp Việt Nam mở rộng đồng thời dòng chảy thương mại và hạ tầng tài chính. Chúng tôi kỳ vọng việc gắn kết này với dòng chảy thương mại thực có thể là lợi thế nổi bật của VIFC so với các trung tâm tài chính đã thành lập như Hong Kong và Singapore. Các FTZ, như Cái Mép Hạ và Đà Nẵng, xử lý dòng chảy hàng hóa và thương mại vật lý, trong khi VIFC cung cấp lớp dịch vụ tài chính phía trên. Quy mô các giao dịch này tạo nền tảng để thu hút các tổ chức tài chính quốc tế. Không có dòng chảy kinh tế thực, VIFC có thể khó đạt được độ sâu cần thiết.

Tài chính hàng hải là lĩnh vực thể hiện rõ nhất mối liên kết này. VIFC-HCMC đã xây dựng (launch) một hệ sinh thái tài chính hàng hải xung quanh hệ thống cảng biển của TP.HCM.Trung tâm Tài chính Hàng hải Quốc tế (IMFC) là hệ sinh thái tài chính hàng hải của VIFC-HCMC, được định vị là trụ cột chiến lược của VIFC tại TP.HCM. IMFC tập hợp các dịch vụ tài chính cho vận tải biển, cảng biển và logistics trong một khung thống nhất, dựa trên năm trụ cột: tài trợ thương mại, tài trợ vận tải biển, bảo hiểm hàng hải và P&I, thanh toán quốc tế và ngoại hối, và tài chính xanh (green) và tài chính biển xanh (blue finance). Mục tiêu của VIFC-HCMC là đưa IMFC trở thành trung tâm tài chính hàng hải dẫn đầu khu vực vào năm 2030. VIFC-HCMC ước tính IMFC có thể bổ sung 6-8 tỷ USD/năm (158-210 nghìn tỷ đồng) vào GDP, tạo hơn 100.000 việc làm và thu hút 20-30 tỷ USD (526-789 nghìn tỷ đồng) vốn vào hạ tầng cảng biển và logistics. Đây là mục tiêu của ban điều hành, chưa phải kết quả thực tế, và VIFC chưa ghi nhận giao dịch đầu tiên.

Theo quan điểm của chúng tôi, định hướng hàng hải mang lại cho VIFC một nền khách hàng sẵn có cho tài trợ thương mại, tài trợ vận tải biển và bảo hiểm hàng hải. Hiệu quả thực tế phụ thuộc vào hai điều kiện. Các FTZ phải đi vào hoạt động, và các tổ chức tài chính được cấp phép phải hiện diện tại VIFC. Cả hai điều kiện này đều chưa xảy ra, khi chưa có ngân hàng Thành viên nào được báo cáo là đã được cấp phép. Trước khi đó, các doanh nghiệp vận tải biển và thương mại có thể vẫn tiếp tục chuyển các dịch vụ này qua Singapore và Hong Kong.

Hình 24: Hệ sinh thái tài chính hàng hải của VIFC-HCMC



Nguồn: VIFC-HCMC, VNDIRECT RESEARCH

4. Ai sẽ tham gia: doanh nghiệp gắn với thương mại dẫn đầu, ngân hàng và công ty tài chính nước ngoài theo sau

Các Thành viên đầu tiên chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực đầu tư, huy động vốn và giao dịch hàng hóa, nhưng chưa có ngân hàng Thành viên

Ngày 28/10/2026, VIFC-HCMC công bố 10 Thành viên chính thức đầu tiên. Nhóm này gồm các **công ty quản lý quỹ và tài sản** (EQuest Capital, Son Kim Capital IFC, VinaCapital International Partners, Keppel Asset Management (Việt Nam)), **hàng hải và logistics** (Gemadept (HOSE: GMD) và Saigon Marina IFC), **năng lượng** (REE Corporation (HOSE: REE) và AG&P Holding Vietnam), **thanh toán** (Rovela Pay) và **giao dịch hàng hóa** (Vietnam IFC Commodity Exchange JSC), **nhưng danh sách này không có ngân hàng nào**. Chính phủ đặt mục tiêu có giao dịch đầu tiên tại VIFC vào tháng 11/2026, và các báo cáo truyền thông chưa nêu tên ngân hàng Thành viên nào được cấp phép.EQuest Capital, một Thành viên liên quan đến EQuest Education Group, đã ký biên bản ghi nhớ ngày 23/9/2026 với chi nhánh New York của Standard Chartered. Thỏa thuận hướng tới huy động tới 325 triệu USD (8.548 tỷ đồng) cho lĩnh vực giáo dục, với Standard Chartered hỗ trợ cấu trúc nguồn tài trợ. Chưa có khoản vốn nào được giải ngân.

VIFC mở rộng thêm 7 Thành viên, tiếp tục chưa có ngân hàng gia nhập

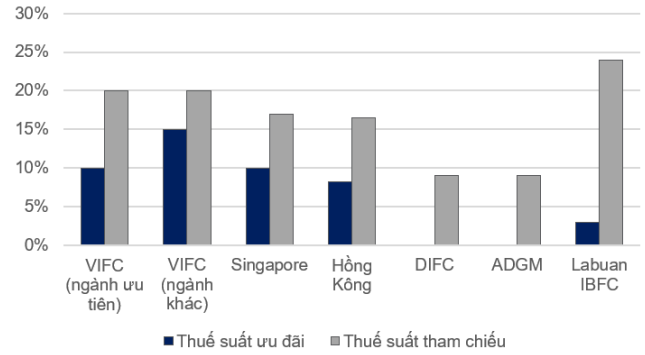
Ngày 23/11/2026, VIFC-HCMC công bố thêm 7 Thành viên, dự kiến huy động tổng cộng 5 tỷ USD trong giai đoạn 2027-2030, nâng tổng vốn huy động dự kiến từ 17 Thành viên lên 7,7 tỷ USD. Nhóm mới gồm các **đơn vị huy động và kết nối vốn** (Vietnam Green Energy Investment Holding, Mekong Capital VIFC và Charming Land Vietnam), **hai doanh nghiệp phát triển sở giao dịch hàng hóa** (IFC Viet Nam International Commodity Exchange và Buon Ma Thuot Coffee and Commodity Exchange), cùng **đơn vị tư vấn tài chính** (3V Advisors International) và **công nghệ** (Corvia Technology, thuộc hệ sinh thái MB). Việc bổ sung các Thành viên mới giúp mở rộng hệ sinh thái VIFC sang huy động vốn, giao dịch hàng hóa, tư vấn và công nghệ tài chính. Đáng chú ý, Corvia Technology thuộc hệ sinh thái MB, tuy nhiên đây là đơn vị công nghệ chứ không phải ngân hàng Thành viên. **VIFC cho biết quy chế và quy trình pháp lý để xem xét cấp phép các Thành viên thuộc lĩnh vực ngân hàng, chứng khoán và quản lý tài sản đang được hoàn thiện trong Q4/26. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các ngân hàng có thể tham gia ở giai đoạn tiếp theo, khi khuôn khổ pháp lý và cơ chế vận hành được hoàn thiện.**

Điều gì khiến Trung tâm Tài chính Quốc tế Việt Nam (VIFC) khác biệt với các trung tâm tài chính lân cận trong khu vực?

So với các trung tâm tài chính trong khu vực, thuế không phải là lợi thế cạnh tranh lớn nhất của VIFC. Mức thuế ưu đãi 10-15% của VIFC cao hơn Labuan (3%) và Hong Kong (8,25% trên 2 triệu HKD lợi nhuận đầu tiên, 16,5% cho phần vượt). Trung tâm Tài chính Quốc tế Dubai (DIFC) và Khu thị trường toàn cầu Abu Dhabi (ADGM) áp thuế 0% đối với thu nhập đủ điều kiện (Hình 25). VIFC cũng có thời gian hoạt động ngắn nhất và mô hình pháp lý khác biệt. Cụ thể, VIFC chưa ghi nhận giao dịch đầu tiên (Chính phủ đặt mục tiêu tháng 11/2026), so với 22 năm hoạt động của DIFC và 13 năm của ADGM, cả hai đều thuộc Các Tiểu vương quốc Ả Rập Thống nhất (Hình 26). Thêm vào đó, Singapore và Hong Kong áp dụng luật thông lệ (common law) trên toàn vùng pháp lý, còn DIFC và ADGM là các khu vực áp dụng common law tách biệt. VIFC vận hành theo luật chuyên ngành trong hệ thống luật dân sự (civil law) của Việt Nam, nên

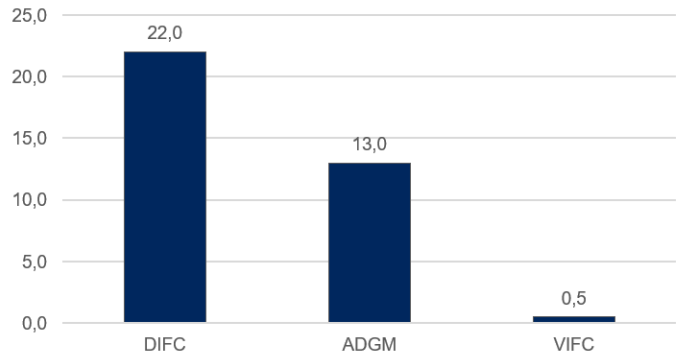
tính chắc chắn về pháp lý dựa trên văn bản luật, không dựa trên tiền lệ án lệ tích lũy.

Hình 25: So sánh thuế suất thuế TNDN ưu đãi và thuế suất phổ thông (%) tại các IFC trong khu vực



Nguồn:Nghị định 324/2025/NĐ-CP, DN Legal VIFC guide, Labuan IBFC, The Jakarta Post, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Số năm hoạt động của khung cơ chế (tính đến tháng 10/2026)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Do đó, chúng tôi cho rằng VIFC cần cạnh tranh dựa trên khả năng tiếp cận dòng chảy thương mại của Việt Nam, không chỉ bằng ưu đãi thuế. **Lợi thế khác biệt lớn hơn của VIFC nằm ở nền khách hàng: thương mại của Việt Nam**. Kim ngạch thương mại đạt 930 tỷ USD (24.459 nghìn tỷ đồng) năm 2025, trong đó xuất khẩu đạt 475 tỷ USD (12.493 nghìn tỷ đồng), và các doanh nghiệp FDI tạo ra 77,3% kim ngạch xuất khẩu. Các cảng biển xử lý hơn 960 triệu tấn hàng hóa năm 2025, và Cái Mép cùng Hải Phòng xếp thứ 11 và 13 trong chỉ số cảng biển của Ngân hàng Thế giới. Tuy nhiên, tài trợ thương mại chưa theo kịp quy mô này. Một khảo sát năm 2024 của Tổ chức Tài chính Quốc tế và Tổ chức Thương mại Thế giới cho thấy các ngân hàng từ chối 12% yêu cầu tài trợ thương mại, khiến khoảng 20,3 tỷ USD (534 nghìn tỷ đồng) nhu cầu không được đáp ứng trong năm 2022. Phó Chủ tịch Ban Điều hành VIFC-HCMC cho biết 80-90% giao dịch tài chính liên quan đến dòng thương mại này hiện đang diễn ra tại Singapore và Hong Kong. **Theo quan điểm của chúng tôi, VIFC nhiều khả năng sẽ thu hút được một phần giao dịch liên quan đến Việt Nam, chứ không phải phần lớn khối lượng hiện đang xử lý tại Singapore và Hong Kong. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VIFC sẽ bổ sung, thay vì thay thế, các trung tâm tài chính quốc tế khác trong khu vực, giúp tăng cường mức độ hội nhập của Việt Nam vào thị trường tài chính khu vực và toàn cầu.**

Các ước tính của ban điều hành VIFC phần nào định hình cơ hội tài trợ thương mại. VIFC-HCMC ước tính khoảng 6-8 tỷ USD thu nhập từ các dịch vụ hàng hải cao cấp chảy ra khỏi Việt Nam mỗi năm. IMFC đặt mục tiêu thu hồi lại khoảng 30% giá trị giao dịch tài chính hàng hải liên quan đến Việt Nam, tương đương khoảng 300 tỷ USD/năm (7.890 nghìn tỷ đồng), trong vòng 5 năm. Ông Nguyễn Văn Huân, Phó Giám đốc Cơ quan Điều hành VIFC tại TP.HCM, cho rằng phần lớn các giao dịch liên quan đến cảng tại cụm Cái Mép-Thị Vải đang chảy về Singapore là do dòng vốn tại đó tự do hơn so với các quy định hiện hành của Việt Nam.

Cà phê là một ví dụ minh họa cho mối liên hệ giữa dòng thương mại và nhu cầu về dịch vụ tài chính. Việt Nam xuất khẩu 7,64 tỷ USD (201 nghìn tỷ đồng) cà phê từ ngày 1/1 đến 15/11/2025, trong đó cà phê robusta đạt 5,54 tỷ USD (146 nghìn tỷ đồng). Giá hợp đồng tương lai robusta được niêm yết bằng USD/tấn trên sàn ICE Futures Europe. Theo quan điểm của chúng tôi, một doanh nghiệp xuất khẩu đối mặt với biến động giá USD và chi phí bằng VND cần dịch vụ tài trợ thương mại, ngoại hối (FX) và phòng ngừa rủi ro gắn sát với hợp đồng của

mình. Cơ chế đặc thù về ngoại hối, khung sàn giao dịch hàng hóa và cơ chế giải quyết tranh chấp của VIFC hướng đúng vào nhu cầu này. Nếu bên mua vi phạm hợp đồng, ngân hàng tài trợ cho lô hàng xuất khẩu cũng có thể giải quyết tranh chấp thông qua một cơ chế duy nhất ngay tại VIFC

Do đó, chúng tôi kỳ vọng VIFC sẽ thu hút các doanh nghiệp gắn với thương mại như các tập đoàn đa quốc gia vận hành ngân quỹ khu vực, doanh nghiệp FDI sản xuất và xuất khẩu, cùng các nhà giao dịch hàng hóa. Các nhóm này có chung đặc điểm: chịu rủi ro ngoại tệ, có hợp đồng xuyên biên giới và nhu cầu tài trợ vốn. Các ngân hàng quốc tế và các tổ chức tài chính có vốn mạnh khác dự kiến sẽ theo sau để phục vụ nhu cầu tài trợ thương mại, ngoại hối và vốn của các khách hàng này. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng kỳ vọng này chỉ thành hiện thực khi một số điều kiện được đáp ứng. Thứ nhất, cơ chế ngoại hối tại VIFC cần cho phép chuyển đổi và chuyển tiền linh hoạt, đồng thời quy định rõ ràng, ổn định cách dòng vốn luân chuyển giữa VIFC và hệ thống trong nước. Thứ hai, sàn giao dịch hàng hóa cần đủ thanh khoản và kết nối được với giá tham chiếu quốc tế, để doanh nghiệp phòng ngừa rủi ro thực chất chứ không chỉ trên danh nghĩa. Thứ ba, phán quyết của tòa án chuyên biệt và trọng tài tại VIFC phải được công nhận và thi hành hiệu quả đối với tài sản trong nước, vì đây là điều kiện tiên quyết để ngân hàng sẵn sàng tài trợ. Cuối cùng, chính sách thuế và cấp phép cần nhất quán, dài hạn, đủ để các tập đoàn tự tin đặt trung tâm ngân quỹ và các ngân hàng quốc tế mở hiện diện tại VIFC.

5. Rủi ro và hàng rào bảo vệ: Dòng vốn ngoại tệ mới sẽ thúc đẩy NHNN dần chuyển sang điều hành theo giá

Dòng vốn nước ngoài đặt ra một vấn đề chính sách với Việt Nam: cách theo dõi và quản lý khối lượng và kỳ hạn vốn đi vào nền kinh tế. Trước đây, Việt Nam quản lý vấn đề này bằng trần cứng đối với vay nợ nước ngoài — mức 6,1 tỷ USD cho năm 2026, đồng thời cho phép dư nợ nước ngoài ngắn hạn tăng 19–20%.

Khối lượng và kỳ hạn tạo ra các rủi ro khác nhau. Về khối lượng, dòng vốn vào nhanh có thể gây quá nhiệt (overheat) cho nền kinh tế dù nguồn vốn là dài hạn. Để giữ tỷ giá trong biên độ, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) cần mua ngoại tệ, điều này bơm thêm thanh khoản VND và có thể kích thích tín dụng và giá tài sản. Một đợt đảo chiều vốn bất ngờ sau đó có thể gây ra căng thẳng tài chính. Về kỳ hạn, rủi ro nằm ở nguồn vốn đáo hạn sớm hơn tài sản mà nó tài trợ. Vốn nước ngoài ngắn hạn tài trợ cho khoản vay dài hạn tạo ra rủi ro tái cấp vốn (rollover risk), và VND yếu hơn sẽ khuếch đại tổn thất trên nợ ngoại tệ. Theo quan điểm của chúng tôi, Việt Nam có triển vọng sẽ đón nhận dòng vốn lớn với kỳ hạn dài, khi dòng vốn này tài trợ cho các dự án hạ tầng lớn, góp phần gia tăng dự trữ ngoại hối.

Chúng tôi nhận thấy ba ràng buộc ở cấp độ người vay và ngân hàng. Thứ nhất, khoản vay ngoại tệ phù hợp nhất với người vay có nguồn thu ngoại tệ; người vay có thu nhập bằng VND sẽ chịu rủi ro chênh lệch tiền tệ (currency mismatch). Thứ hai, việc chuyển đổi nguồn thu ngoại tệ sang VND sẽ cần giao dịch ngoại hối hoặc hoán đổi (swap), chuyển một phần áp lực sang thị trường ngoại hối. Thứ ba, vay ngoại tệ chỉ thực sự rẻ hơn huy động VND khi lãi suất vay nước ngoài cộng chi phí phòng ngừa rủi ro tỷ giá vẫn thấp hơn lãi suất VND. Do VIFC chưa có lịch sử hoạt động, quy mô và tác động thuần của các yếu tố này vẫn còn chưa rõ ràng. Do đó, khả năng luân chuyển vốn lớn hơn đòi hỏi các công cụ mạnh hơn để quản lý áp lực tỷ giá, thanh khoản ngoại tệ và rủi ro nợ nước ngoài.

Cơ chế thả nổi có quản lý và các biện pháp kiểm soát vốn hiện tại của Việt Nam hạn chế các rủi ro này nhưng chưa loại bỏ hoàn toàn nếu vay nợ nước ngoài tăng mạnh hoặc dòng vốn rút ra đột ngột. "Bộ ba bất khả thi" (impossible trinity) giải thích vì sao khung điều hành tiền tệ nên dịch chuyển theo hướng điều hành bằng giá: một quốc gia không thể đồng thời duy trì tự do luân chuyển vốn, tỷ giá có quản lý và chính sách tiền tệ độc lập. Theo quan điểm của chúng tôi, dòng vốn tự do hơn có thể làm hạn chế cách điều hành theo khối lượng, vì dòng vốn vào lớn buộc NHNN phải mua ngoại tệ, khiến cung tiền biến động theo dòng vốn thay vì theo định hướng của nhà điều hành.

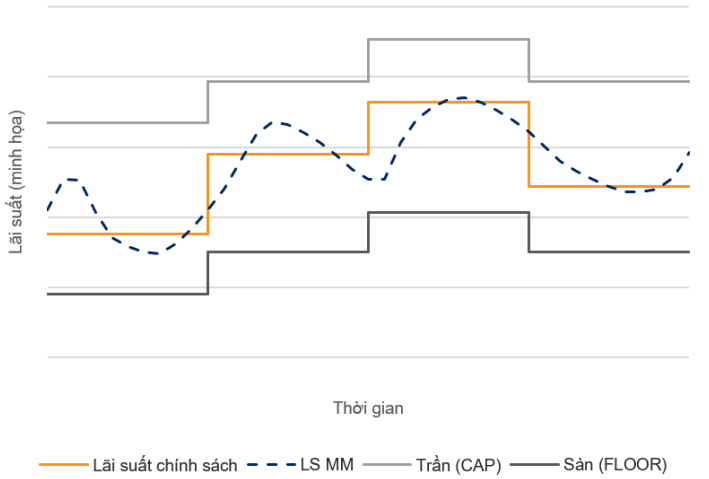
Do đó, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ dần chuyển từ kiểm soát theo khối lượng (quản lý cung tiền) sang công cụ điều hành theo giá, đặc biệt là điều hành lãi suất để ổn định lạm phát khi VIFC có sự phát triển ở mức độ sâu hơn. Chính phủ đã phát tín hiệu cho định hướng này trong giai đoạn 2026–2030, bao gồm tăng tính độc lập trong điều hành của NHNN và dần chuyển sang điều hành theo giá cùng sử dụng các công cụ gián tiếp. Chúng tôi cho rằng quá trình chuyển đổi này sẽ diễn ra từ từ, ưu tiên tính bền vững hơn là tốc độ. Do đó, cải cách chính sách tiền tệ nên diễn ra song hành với sự mở rộng của VIFC, thay vì theo sau. Các ưu tiên chính bao gồm: tính độc lập trong điều hành của NHNN, cơ chế thả nổi có quản lý trong một biên độ kiểm soát, dự trữ ngoại hối tiếp tục được tích lũy để gia tăng mức độ chống chịu với các cú sốc, và thị trường tài chính đủ sâu để hỗ trợ các công cụ điều hành thường trực.

Hình 27: Trong cơ chế điều hành theo giá, lãi suất trở thành mục tiêu hoạt động then chốt, kết nối các công cụ của NHNN với các mục tiêu cuối cùng



Nguồn: VIRA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Trong cơ chế điều hành theo giá, NHNN điều tiết lãi suất thị trường tiền tệ thông qua lãi suất chính sách và hành lang lãi suất (minh họa)



Nguồn: VIRA, VNDIRECT RESEARCH

Tựu chung lại, chúng tôi kỳ vọng VIFC sẽ được triển khai theo lộ trình từng bước, mở đến đâu kiểm soát được đến đó. Trước hết, chúng tôi cho rằng việc mở cửa sẽ đi kèm cơ chế tách bạch giữa dòng vốn quốc tế và hệ thống tài chính trong nước, nhằm bảo đảm an toàn khi tài khoản vốn chưa mở hoàn toàn. Trong khuôn khổ đó, nguồn lực sẽ tập trung trước vào những sản phẩm đã có cung, có cầu, như giao dịch hàng hóa, tài chính hàng không, hàng hải và thị trường liên ngân hàng quốc tế. Song song, chúng tôi kỳ vọng cơ quan giám sát sớm được kiện toàn, và tòa án chuyên biệt cùng trung tâm trọng tài quốc tế phát huy được năng lực thực thi, qua đó tạo dựng niềm tin cho nhà đầu tư. **Về dài hạn, hệ thống ngân hàng thương mại sẽ đóng vai trò nền móng ban đầu cho dòng vốn luân chuyển. Khi nhân lực và dịch vụ chuyên môn dần hoàn thiện, VIFC có thể từng bước vận hành độc lập và trở thành kênh dẫn vốn bổ sung thực chất cho nền kinh tế.**

6. Tác động tới ngành ngân hàng: Ngân hàng Việt Nam có thể là nhóm hưởng lợi sớm nhất và lớn nhất từ sự phát triển của VIFC

Ngân hàng có vị thế để hưởng lợi sớm nhất từ sự phát triển của VIFC.

Một xu hướng mới đang hình thành trong ngành ngân hàng Việt Nam khi các ngân hàng thương mại chủ động chuẩn bị để tham gia VIFC. Tám ngân hàng (VCB, HDB, LPB, SHB, NAB, TPB, MBB và MSB) đã được cổ đông thông qua việc thành lập pháp nhân tại VIFC. ACB cho biết tại cuộc gặp nhà đầu tư 9T26 rằng sẽ xin ý kiến cổ đông để thành lập ngân hàng tại VIFC. CTG vẫn ở giai đoạn nghiên cứu. Techcombank đang xin ý kiến cổ đông để thành lập pháp nhân ở cấp ngân hàng, trong khi công ty chứng khoán trực thuộc là TCBS đã được HĐQT thông qua việc thành lập công ty tại VIFC. Chưa có ngân hàng Thành viên nào được báo cáo là đã được cấp phép, và giao dịch đầu tiên tại VIFC được đặt mục tiêu vào tháng 11/2026.

Hình 29: Tình trạng pháp nhân VIFC, vị thế tài chính và kế hoạch thành lập của một số ngân hàng (số liệu tại Q3/26, trừ khi có chú thích khác)

Ngân hàng		VCB	TPB	LPB	HDB	MBB	TCB	CTG	MSB	NAB	SHB	ACB
Tổng tài sản (tỷ đồng)		2.682.409	596.512	694.183	1.142.906	1.837.858	1.318.165	2.951.845	439.960	462.765	993.512	1.104.380
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		83.557	27.741	29.873	50.053	100.688	70.862	77.669	31.200	21.588	45.942	58.044
CAR (%)* (số liệu 2Q26)		11,6%	14,3%	11,2%	14,3%	10,7%	15,0%	10,1%	12,3%	10,8%	12,0%	11,8%
LDR (%)		80,3%	64,5%	76,8%	70,7%	82,1%	81,1%	83,1%	62,9%	53,8%	76,5%	79,1%
Tỷ lệ nợ xấu (%)		0,7%	2,1%	1,9%	3,4%	1,7%	1,3%	1,2%	2,7%	1,6%	2,2%	1,2%
P/B (x), ngày 20/11/2026		1,70	0,83	2,26	1,60	1,18	1,25	1,16	1,33	1,02	0,75	1,12
ROE, 12 tháng gần nhất (%)		17,5%	18,6%	26,9%	23,7%	21,9%	15,2%	22,5%	14,3%	19,6%	18,9%	16,5%
Kế hoạch thành lập pháp nhân	Trạng thái	Đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đã được ĐHĐCĐ thông qua (24/4/2026)	Đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đã được ĐHĐCĐ thông qua	Đã được ĐHĐCĐ thông qua; HĐQT đã phê duyệt phương án (29/10/2026)	Đang xin ý kiến cổ đông (bằng văn bản; ngày chốt danh sách 3/11/2026)	Đang nghiên cứu	Đã được cổ đông thông qua (lấy ý kiến bằng văn bản; nghị quyết công bố ngày 12/10/2026)	Đã được thông qua	Đã được ĐHĐCĐ thông qua	Dự kiến trình cổ đông (theo IR, buổi gặp chuyên viên phân tích)
	Định hướng	Tài chính xuyên biên giới, ngân hàng đầu tư, sản phẩm quốc tế	Tài chính quốc tế, fintech, xuyên biên giới; vốn điều lệ 3.000 tỷ đồng (114 triệu USD), đặt tại TP.HCM	Tài chính quốc tế, quản lý tài sản, tư vấn đầu tư	Mở rộng hệ sinh thái, nâng tầm vị thế quốc tế	MB Global (sở hữu 100%), vốn 3.000 tỷ đồng (114 triệu USD); thanh toán, giao dịch và bù trừ đa tài sản	Ngân hàng thương mại TNHH một thành viên sở hữu 100% tại VIFC (chưa công bố vốn); ngoài ra, TCBS dự kiến thành lập công ty con sở hữu 100% tại VIFC với vốn dự kiến 800 tỷ đồng (30 triệu USD)	Fintech, thanh toán, tài sản số, hợp tác với hệ sinh thái MUFG	Ngân hàng sở hữu 100% tại VIFC; mở rộng hoạt động trong nước và quốc tế, nâng hạng tín nhiệm với các ngân hàng quốc tế; tên và vốn điều lệ do HĐQT quyết định	Tài chính quốc tế, xuyên biên giới, huy động vốn quốc tế, tài chính xanh	Tài chính quốc tế, huy động vốn, sản phẩm quốc tế	Chưa công bố

Nguồn: NHTM, Wichart-MCP, VNDIRECT RESEARCH

Ngân hàng giữ vị trí quan trọng mang tính cấu trúc trong hệ sinh thái tài chính của VIFC. Các bên tham gia khác phụ thuộc vào hạ tầng ngân hàng để tiếp cận dịch vụ thanh toán, nguồn vốn, lưu ký và dịch vụ ngoại tệ. Nghị định 329 yêu cầu các giao dịch thanh toán giữa Thành viên nói chung phải thực hiện qua tài khoản thanh toán tại ngân hàng Thành viên, khiến các ngân hàng được cấp phép trở thành điểm thanh toán mặc định trong VIFC. Với các ngân hàng Việt Nam, lợi thế then chốt do đó là yếu tố thời điểm. Các ngân hàng được cấp phép sớm có thể trở thành điểm trung gian mà các công ty quản lý tài sản, tổ chức phát hành trái phiếu và các bên tham gia sau phải giao dịch qua. Theo quan điểm của chúng tôi, điều này giúp nhóm đi trước giành được tỷ trọng vượt trội trong khối lượng giao dịch tại VIFC, quan hệ ngân hàng đại lý và hoạt động lưu ký.

Trên thực tế, việc cấp phép ngân hàng thành viên đang là điểm nghẽn lớn nhất của VIFC hiện nay: đến nay vẫn chưa có ngân hàng nào được cấp phép, chủ yếu do các điều kiện khá chặt của Nghị định 329.

- Với ngân hàng trong nước, ngân hàng mẹ phải được NHNN xếp hạng A hoặc B, có tỷ lệ nợ xấu không quá 3%, có lãi liên tục 5 năm trên cả báo cáo riêng lẻ và hợp nhất, đồng thời góp tối thiểu 3.000 tỷ đồng vốn điều lệ cho ngân hàng con. Theo chúng tôi, phần lớn các ngân hàng đã công bố kế hoạch có thể đáp ứng các ngưỡng này; điểm nghẽn chủ yếu nằm ở khâu thủ tục, khi hướng dẫn về hồ sơ và quy trình cấp phép vẫn đang được hoàn thiện.
- Với ngân hàng nước ngoài, rào cản cao hơn nhiều: ngân hàng mẹ phải có xếp hạng tín nhiệm quốc tế từ AA trở lên và tổng tài sản tối thiểu 10 tỷ USD (263 nghìn tỷ đồng) đối với ngân hàng 100% vốn nước ngoài hoặc 20 tỷ USD (526 nghìn tỷ đồng) đối với chi nhánh. Theo VIFC-HCMC, nhiều định chế lớn như JPMorgan, Bank of America, Bank of China và MUFG đã chuẩn bị kế hoạch hiện diện tại VIFC nhưng phần lớn chưa đạt tiêu chí này.

Để tháo gỡ, NHNN đang lấy ý kiến dự thảo sửa đổi Nghị định 329, theo hướng nới điều kiện xếp hạng tín nhiệm với ngân hàng nước ngoài và cho phép thành viên VIFC tạm thời sử dụng tài khoản vốn và một tài khoản thanh toán bằng ngoại tệ tại ngân hàng thương mại hoặc chi nhánh ngân hàng nước ngoài bên ngoài Trung tâm, để vay vốn nước ngoài, cho vay bên đi vay trong nước và đầu tư vào phần còn lại của Việt Nam. Theo chúng tôi, cơ chế này giúp VIFC sớm có giao dịch thực tế thay vì phải chờ ngân hàng thành viên, nhưng tác động lên nhóm ngân hàng niêm yết là đan xen. Trong giai đoạn chuyển tiếp, dòng tiền sẽ đi qua các ngân hàng hiện hữu, kể cả chi nhánh ngân hàng nước ngoài tại Việt Nam, nên lợi ích ban đầu nghiêng về các ngân hàng mạnh về ngoại hối và khách hàng FDI hơn là riêng nhóm đang xin cấp phép. Khi ngân hàng thành viên đầu tiên được cấp phép, các thành viên VIFC phải chuyển tài khoản sang ngân hàng thành viên trong vòng 60 ngày, qua đó khôi phục lợi thế cho ngân hàng được cấp phép sớm. Rủi ro là ranh giới giữa dòng vốn tại VIFC và hệ thống tài chính trong nước trở nên kém tách bạch hơn trong giai đoạn này, và đây mới là dự thảo. Do đó, **chúng tôi cho rằng đóng góp của VIFC vào lợi nhuận ngân hàng trong ngắn hạn còn hạn chế, và nên được xem là động lực tăng trưởng trung - dài hạn.**

VIFC có thể nâng chuẩn quản trị tại các ngân hàng trong nước

Ngân hàng nước ngoài tại VIFC mang đến vốn, mức tín nhiệm cao và danh mục sản phẩm rộng hơn, nhưng phụ thuộc vào ngân hàng trong nước về mạng lưới địa phương và chuyên môn về quy định pháp lý để triển khai vốn trong nước. Sự hợp tác này đòi hỏi chuẩn quản trị rủi ro và báo cáo tương đương. Các ngân hàng trong nước chưa đạt chuẩn vốn theo Basel III và trích lập dự phòng theo IFRS 9 có thể khó được thẩm định tín dụng hơn trong các giao dịch hợp vốn, do chỉ số tài chính và rủi ro của họ kém tương thích hơn với các đối tác quốc tế. Theo quan điểm của chúng tôi, nâng chuẩn quản trị do đó đang trở thành điều kiện tiên quyết để hợp tác, thay vì một sự cải thiện tự nguyện, khi các đối tác nước ngoài nhiều khả năng sẽ ưu tiên các ngân hàng đã đạt chuẩn quốc tế.

Chính các quy định an toàn của VIFC thiết lập chuẩn mà đối tác nước ngoài sẽ áp dụng. Ngân hàng Thành viên báo cáo theo IFRS có thể áp dụng khung của công ty mẹ, khung này phải tối thiểu bao gồm tỷ lệ an toàn vốn, tỷ lệ đòn bẩy, tỷ lệ bảo đảm khả năng thanh khoản và tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng. Quản trị cũng là điều kiện đầu vào: theo Nghị định 329 (Điều 12), ngân hàng mẹ phải tuân thủ các tỷ lệ an toàn (nợ xấu ≤3%, vốn thực có ≥2 lần vốn pháp định tối thiểu, tuân thủ an toàn trong 12 tháng) bên cạnh việc được cổ đông thông qua và đạt CAR yêu cầu. Do đó, các đối tác trong nước sẽ được so sánh với chuẩn này.

Khoảng mười ngân hàng Việt Nam đã áp dụng Basel III từ đầu năm 2024 (TPB, ACB, LPB, VIB, SSB, HDB, NAB, VCB, BID and Agribank) đi trước nhiều năm so với bất kỳ yêu cầu bắt buộc nào trong nước (chi tiết hơn trong báo cáo ngành của chúng tôi về Thông tư 14 - trang 23). Điều này tạo ra một khoảng cách sẵn sàng rõ rệt: nhóm đi trước có vị thế tốt hơn để giành được các cơ hội hợp tác tại VIFC, trong khi các ngân hàng khác có thể cần vài năm để bắt kịp. Chất lượng quản trị do đó có thể trở thành lợi thế cạnh tranh trực tiếp trong việc tiếp cận các giao dịch xuyên biên giới giá trị cao hơn.

VIFC có thể mang lại các nguồn lợi nhuận mới cho ngân hàng

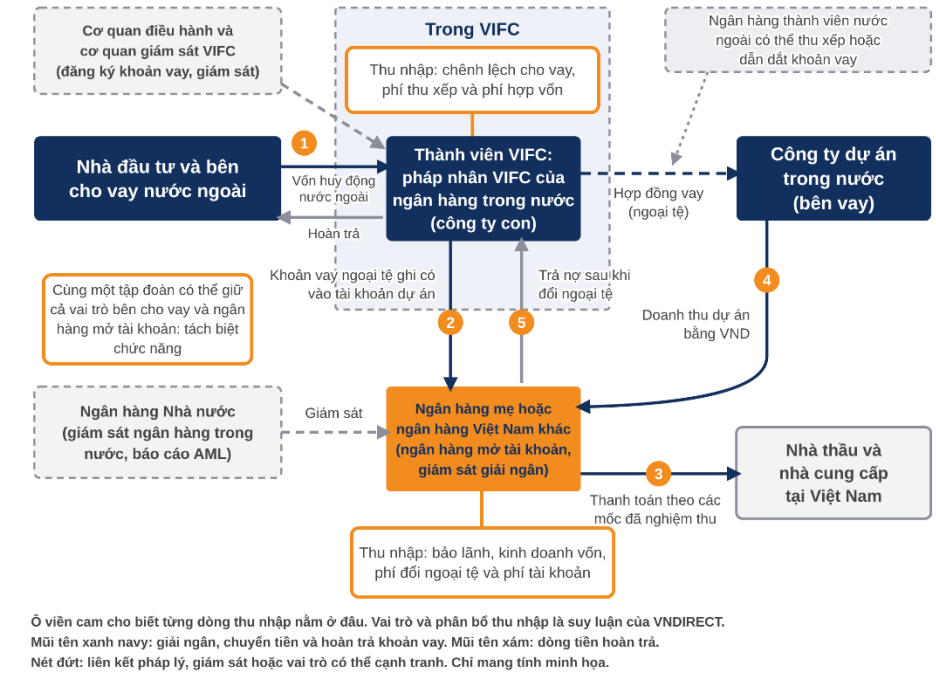
VIFC cũng có thể tạo ra các cơ hội thu phí mới cho ngân hàng Việt Nam, giúp đa dạng hóa nguồn thu nhập và giảm phụ thuộc vào thu nhập lãi thuần. Ba nhóm nguồn thu phí nổi bật:

Hình 30: Các nhóm nguồn thu phí VIFC có thể mở ra cho ngân hàng Việt Nam

Nhóm nguồn thu phí	Pháp nhân VIFC (ngân hàng con)	Ngân hàng mẹ trong nước	Yếu tố cần theo dõi
Tài trợ thương mại	• Khi được cấp phép: phí tài khoản, thanh toán và chuyển đổi ngoại hối giữa các Thành viên VIFC. • Khi có hướng dẫn luật chi tiết: có thể thêm LC ngoại tệ, UPAS, factoring và phòng ngừa rủi ro ngoại hối, hàng hóa cho Thành viên VIFC và khách hàng nước ngoài.	• Tài trợ thương mại VND và tài trợ hàng tồn kho cho doanh nghiệp xuất nhập khẩu và doanh nghiệp FTZ. • Phí tài khoản, thanh toán, chuyển đổi ngoại hối và phần VND của các giao dịch phòng ngừa rủi ro.	• Hướng dẫn chi tiết về phạm vi hoạt động của ngân hàng con 100% vốn trong nước. • Cạnh tranh từ ngân hàng thành viên nước ngoài, vốn được phép cho vay, mở L/C và factoring trực tiếp với doanh nghiệp Việt Nam. • Tiến độ vận hành FTZ.
Cho vay hợp vốn và tài trợ hạ tầng	• Khi được cấp phép: phí tham gia hợp vốn, phí đại lý tài sản bảo đảm, phí ngân hàng tài khoản vốn và thu nhập từ cho vay lại trong nước. • Trung hạn: có thể thêm phí thu xếp khi đóng vai trò đầu mối và phí phòng ngừa rủi ro ngoại hối cho khoản vay.	• Đồng cho vay và phí tham gia hợp vốn; phí tài khoản ngoại tệ, giải ngân và thu nợ của bên vay. • Phí quản lý tiền mặt, vốn lưu động, bảo lãnh và phần VND của giao dịch phòng ngừa rủi ro.	• Hướng dẫn chi tiết về vai trò đầu mối thu xếp của ngân hàng con trong nước. • Quy mô vốn của ngân hàng con: trần cho vay một khách hàng 10% (15% với nhóm liên quan) giới hạn quy mô khoản vay, nên ngân hàng nước ngoài có lợi thế ở vai trò thu xếp.
Tài chính xanh và dịch vụ trái phiếu	• Trung - dài hạn: đại lý cho nhà đầu tư nước ngoài, thu phí đại diện người sở hữu trái phiếu và phí đại lý thanh toán.	• Trung - dài hạn: đại lý trong nước cho các đợt phát hành, thu phí đại diện người sở hữu trái phiếu và phí đại lý thanh toán.	• Hướng dẫn chi tiết về các vai trò đại lý trái phiếu tại VIFC. • Khung tiêu chuẩn xanh được công nhận. • Nhu cầu từ nhà đầu tư nước ngoài.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Minh họa một khoản vay dự án trong nước được tài trợ qua VIFC. Pháp nhân VIFC thu được chênh lệch lãi suất và phí thu xếp, trong khi ngân hàng mẹ thu phí tài khoản, chuyển đổi ngoại hối và bảo lãnh (suy luận của VNDIRECT)



Ô viền cam cho biết từng dòng thu nhập nằm ở đâu. Vai trò và phân bổ thu nhập là suy luận của VNDIRECT.
Mũi tên xanh navy: giải ngân, chuyển tiền và hoàn trả khoản vay. Mũi tên xám: dòng tiền hoàn trả.
Nét đứt: liên kết pháp lý, giám sát hoặc vai trò có thể cạnh tranh. Chỉ mang tính minh họa.

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

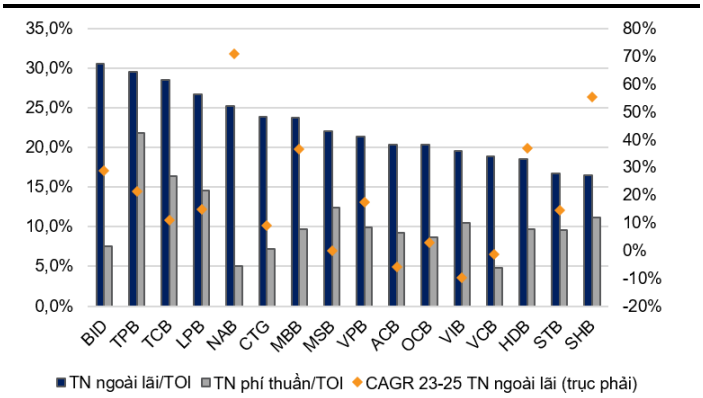
Theo quan điểm của chúng tôi, ngân hàng mẹ trong nước vẫn có thể thu được một phần lớn lợi ích từ các nguồn thu phí nêu trên, nên việc có pháp nhân VIFC mang lại hỗ trợ nhưng không phải yếu tố khác biệt. Khách hàng vẫn duy trì tài khoản hoạt động trong nước, bán ngoại tệ cho ngân hàng Việt Nam (trong nước), và người vay vẫn giữ tài khoản ngoại tệ tại ngân hàng trong nước. Ngân hàng thu được các loại phí này dù có hay không có pháp nhân VIFC. Tuy vậy, một pháp nhân VIFC vẫn mang lại khả năng tiếp cận mới: khách hàng mới, nguồn vốn vay nước ngoài, tài khoản vốn và thanh toán giữa các Thành viên. Theo quan điểm của chúng tôi, một ngân hàng có pháp nhân được chấp thuận do đó có vị thế tốt hơn so với một ngân hàng có nền tảng trong nước tương đương nhưng chưa có pháp nhân. Khoảng cách này nhiều khả năng là không lớn, và một nền tảng trong nước mạnh có thể bù đắp được phần chênh lệch này.

Trên cơ sở đó, các mã hưởng lợi hàng đầu theo chúng tôi là VCB, TPB và MBB. Cả ba đều đã được cổ đông thông qua việc thành lập pháp nhân VIFC, có CAR trên 10%, chất lượng tài sản trong ngưỡng điều kiện của Nghị định 329 (tỷ lệ nợ xấu ở mức hoặc dưới 3%), năng lực ngoại hối mạnh và định hướng phù hợp với các nhóm nguồn thu phí nêu trên. Trong đó, MBB đang đi nhanh nhất về thủ tục khi HĐQT đã thông qua phương án thành lập ngân hàng con với vốn điều lệ 3.000 tỷ đồng ngày 29/10/2026, còn VCB có lợi thế về ngoại hối và tệp khách hàng FDI, giúp hưởng lợi cả trong giai đoạn chuyển tiếp khi thành viên VIFC tạm sử dụng tài khoản ngoại tệ tại ngân hàng bên ngoài Trung tâm. HDB cũng đã được cổ đông thông qua và có thể gia nhập nhóm hưởng lợi khi tỷ lệ nợ xấu (3,4% tại Q3/26) giảm về trong ngưỡng 3%. TCB, MSB, ACB và CTG xếp sau. MSB đã được cổ đông thông qua nhưng có quy mô bảng cân đối nhỏ nhất trong nhóm so sánh, TCB đang xin ý kiến cổ đông, còn ACB và CTG ở giai đoạn sớm hơn, nên chúng tôi xem đây là nhóm hưởng lợi ít trực tiếp hơn ở thời điểm hiện tại. Tuy vậy, CTG có thể hưởng lợi gián tiếp trong giai đoạn

chuyển tiếp nhờ nền dư nợ và tiền gửi doanh nghiệp nước ngoài thuộc nhóm lớn nhất ngành.

Do đóng góp của VIFC vào lợi nhuận trong ngắn hạn còn nhỏ, chúng tôi xem VIFC là yếu tố hỗ trợ cho các ngân hàng vốn đã có nền tảng tốt, thay vì luận điểm đầu tư chính bây giờ. Chúng tôi sẽ đánh giá lại vị thế của từng ngân hàng khi kế hoạch thành lập pháp nhân có tiến triển**.** Trong ngắn hạn, nhà đầu tư nên theo dõi ba mốc: (1) ngân hàng Thành viên đầu tiên được cấp phép, (2) các giao dịch đầu tiên tại VIFC, và (3) thời điểm ban hành Nghị định sửa đổi Nghị định 329, bao gồm mức độ nới điều kiện cho ngân hàng nước ngoài. Đây sẽ là những tín hiệu sớm nhất cho thấy ngân hàng nào chuyển được lợi thế thời điểm thành thị phần thực tế.

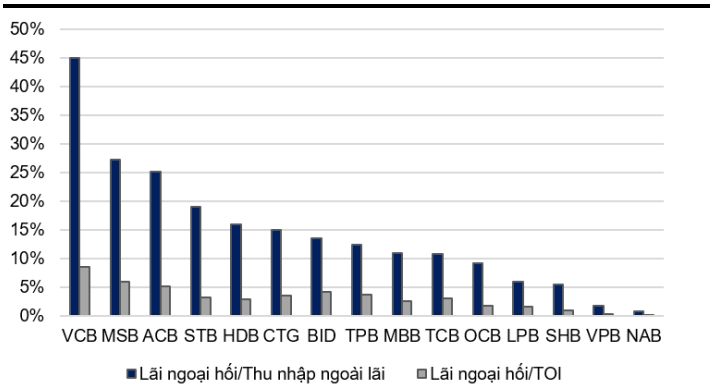
Hình 32: TPB, TCB và LPB dẫn đầu về tỷ trọng thu nhập phí; NAB, SHB, HDB có tốc độ tăng trưởng thu nhập ngoài lãi nhanh nhất (% TOI; CAGR 3 năm, %, phải). Đa phần những ngân hàng này đều có chiến lược thành lập ngân hàng con trong VIFC



Số liệu tại năm 2025.

Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

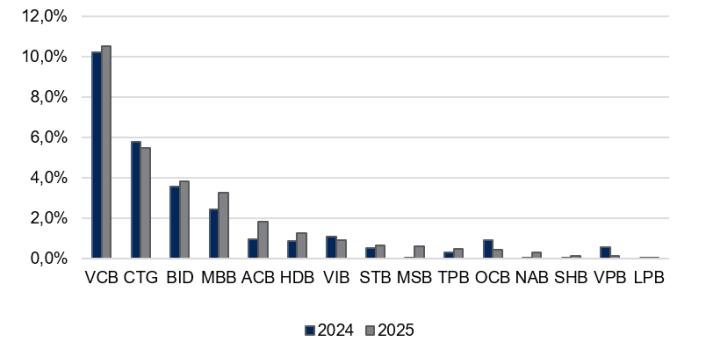
Hình 33: VCB, MSB và ACB có năng lực thu nhập ngoại hối mạnh nhất, với tỷ trọng lãi từ kinh doanh ngoại hối cao nhất



Số liệu tại năm 2025.

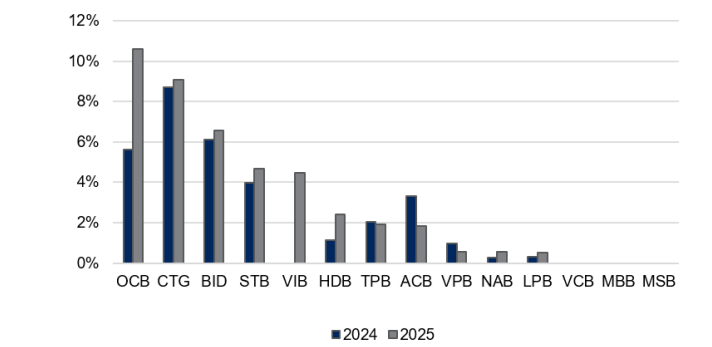
Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: VCB, CTG và BID có dư nợ cho vay doanh nghiệp nước ngoài (% tổng dư nợ) lớn nhất, phù hợp để khai thác chéo các sản phẩm phí liên quan đến VIFC



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Hình 35: OCB, CTG và BID có nền tiền gửi doanh nghiệp nước ngoài (% tổng tiền gửi) lớn nhất, phù hợp cho dịch vụ quản lý tiền mặt và phí ngoại hối



Nguồn: NHTM, VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Trừ khi có chú thích khác, báo cáo này dựa trên các nguồn mà VNDIRECT cho là đáng tin cậy. Các nguồn tin này bao gồm nhưng không giới hạn ở dữ liệu từ sở giao dịch chứng khoán hoặc thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, hoặc, nếu phù hợp, bất kỳ thị trường khác. Thông tin về (các) công ty dựa trên các báo cáo đã công bố, công bố thông tin và thông báo của (các) công ty, cùng thông tin có được từ nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác, đầy đủ hay sự phù hợp của những thông tin này.

Mọi ước tính, dự báo và quan điểm trong báo cáo này thể hiện ý kiến cá nhân của (các) chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm biên soạn báo cáo. Những quan điểm này có thể không đại diện cho quan điểm và vị thế chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. Thông tin và quan điểm trong báo cáo này không nên được xem là lời chào mời, khuyến nghị hay mời mua hoặc bán các chứng khoán, sản phẩm đầu tư liên quan hay các công cụ tài chính khác được đề cập. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất kỳ hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo này dưới bất kỳ hình thức nào.

Báo cáo này và toàn bộ nội dung thuộc quyền sở hữu của VNDIRECT. Không một phần nào của báo cáo này được sao chép, tái bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hay một phần, cho bất kỳ mục đích nào, mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu	Định nghĩa:
KHẢ QUAN	Tổng mức sinh lời của cổ phiếu được kỳ vọng đạt 15% trở lên trong 12 tháng tới.
TRUNG LẬP	Tổng mức sinh lời của cổ phiếu được kỳ vọng nằm trong khoảng từ âm 10% đến dương 15% trong 12 tháng tới.
KÉM KHẢ QUAN	Tổng mức sinh lời của cổ phiếu được kỳ vọng thấp hơn âm 10% trong 12 tháng tới.

Tổng mức sinh lời kỳ vọng của một cổ phiếu được xác định bằng tổng của: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường hiện tại, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến (forward net dividend yield) của cổ phiếu. Giá mục tiêu của cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành	Định nghĩa:
TÍCH CỰC	Khuyến nghị TÍCH CỰC nghĩa là các cổ phiếu trong ngành, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền, có khuyến nghị tuyệt đối tích cực.
TRUNG TÍNH	Khuyến nghị TRUNG TÍNH nghĩa là các cổ phiếu trong ngành, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền, có khuyến nghị tuyệt đối trung lập.
TIÊU CỰC	Khuyến nghị TIÊU CỰC nghĩa là các cổ phiếu trong ngành, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền, có khuyến nghị tuyệt đối tiêu cực.

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư
Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Nguyễn Thảo Linh – Chuyên viên phân tích
Email: linh.thaonguyen3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT
Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội
Điện thoại: +84 2439724568
Email: research@vndirect.com.vn
Website: https://vndirect.com.vn