

CUNG TIỀN ĐỘT NGỘT GIẢM

Phòng Tư vấn đầu tư Khách hàng cá nhân

Liệu cung tiền giảm có làm ảnh hưởng đến thị trường?

Ngày viết: 27/05/2026

Tác giả: Đặng Phú – Trưởng phòng phân tích cơ bản

Email: phu.d@vdsc.com.vn

SĐT: 090 185 7476

Nội dung chính

Cung tiền giảm có làm ảnh hưởng đến thị trường?

Báo cáo này sẽ giải đáp 2 câu hỏi sau:

1. Cung tiền giảm đang có tác động như thế nào đến thị trường?
2. Góc nhìn tương lai

Phần 1

Cập nhật tình hình cung tiền

Giải thích & bình luận kết quả cung tiền vừa được NHNN công bố

Phần 2

Phản ứng của thị trường

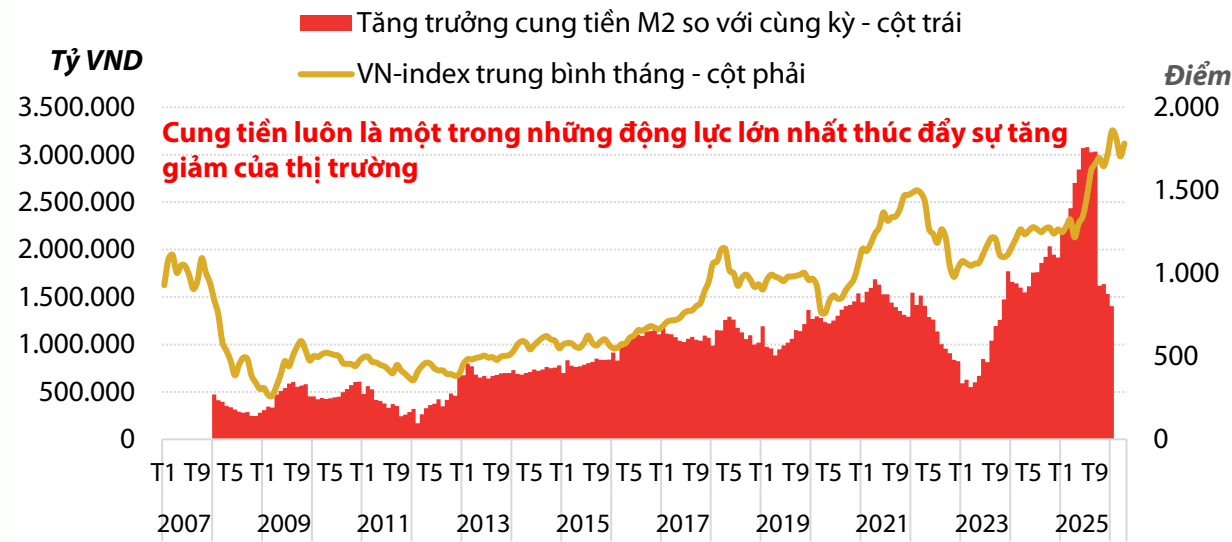
Tổng quan phản ứng của thị trường khi cung tiền mất đi

Phần 3

Góc nhìn tương lai

Liệu thị trường có còn động lực tăng trưởng?

Hình 1: Tăng trưởng cung tiền so với cùng kỳ & VN-index

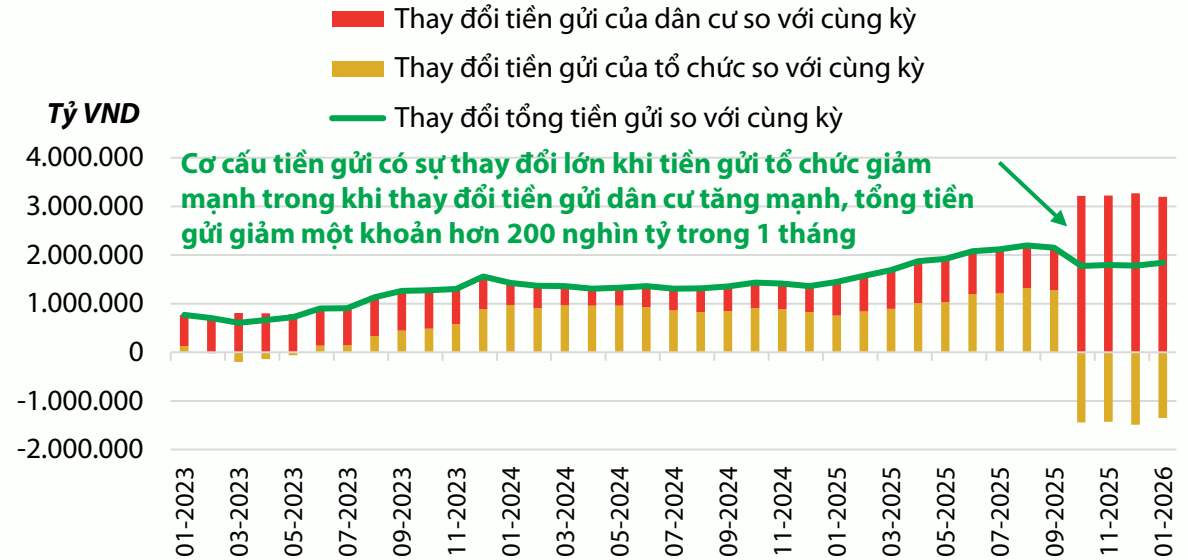


Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Sau gần 8 tháng không cập nhật chỉ số cung tiền M2 kể từ dữ liệu mới nhất từ tháng 9/2025, đầu tháng 5 vừa qua NHNN vừa công bố chỉ số này nhưng cũng chỉ tới tháng 1/2026

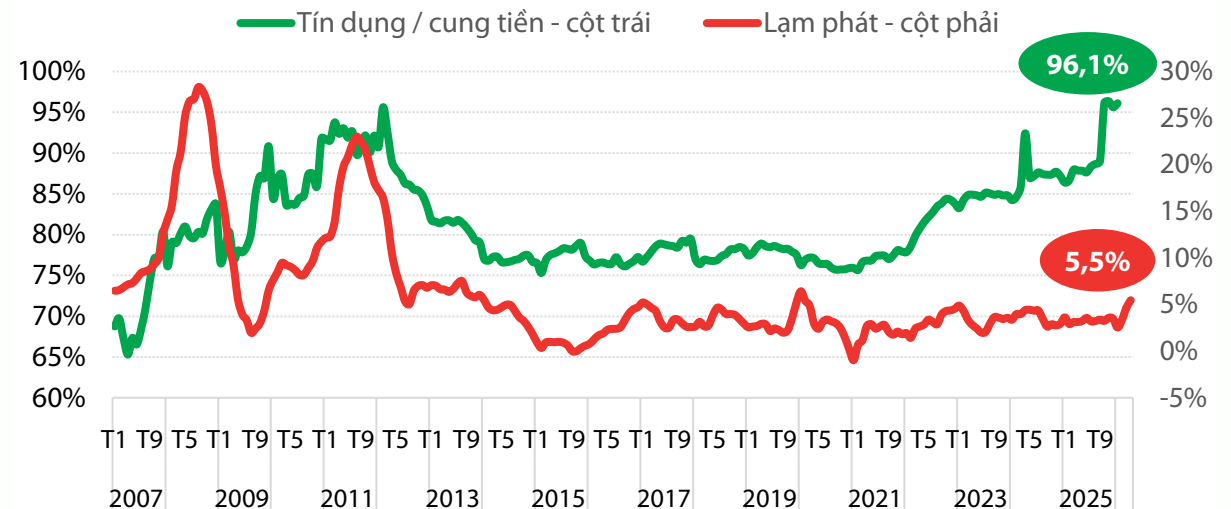
- Qua đó, cung tiền có sự thay đổi lớn trong tháng 10/2025 khi giảm sâu 1,2 triệu tỷ VND so với tháng 9/2025. Sự thay đổi chủ yếu là vì 200 nghìn tỷ tiền gửi giảm và hơn 1 triệu tỷ giấy tờ có giá bị xóa đi về **vấn đề kỹ thuật**.
- Do chỉ là sự sụt giảm về kỹ thuật nên thị trường vẫn đang tăng trưởng về mặt **điểm số** mà không có những phản ứng tiêu cực như giai đoạn 2007-2008, 2018-2019 và 2021-2022.
- Sự sụt giảm này làm cho tỷ lệ **Tín dụng/cung tiền tăng lên mức cao nhất lịch sử** trong tháng 01/2026, cao hơn mức tháng 2/2012 – giai đoạn lạm phát tăng cao hơn 20% trước khi NHNN tăng lãi suất và tái cấu trúc ngành ngân hàng để kiềm hãm.

Hình 2: Cơ cấu tăng trưởng tiền gửi so với cùng kỳ



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 3: Tương quan tỷ lệ tín dụng/cung tiền & Lạm phát



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

√x CÔNG THỨC HẠCH TOÁN TỔNG PHƯƠNG TIỆN THANH TOÁN (M2) TẠI VIỆT NAM:

$$M2 = M_0 + D + G$$

M₀: Tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng

D: Tiền gửi dân cư & TCKT phi tài chính tại TCTD

Đây là phần bị trừ đi trong thống kê cung tiền M2

G: Giấy tờ có giá do TCTD phát hành

1. Cơ chế tính cung tiền M2 và trường hợp loại bỏ

Sự sụt giảm đột ngột cung tiền trên số liệu báo cáo của Ngân hàng Nhà nước diễn ra qua cơ chế kỹ thuật kế toán và hạch toán vĩ mô:

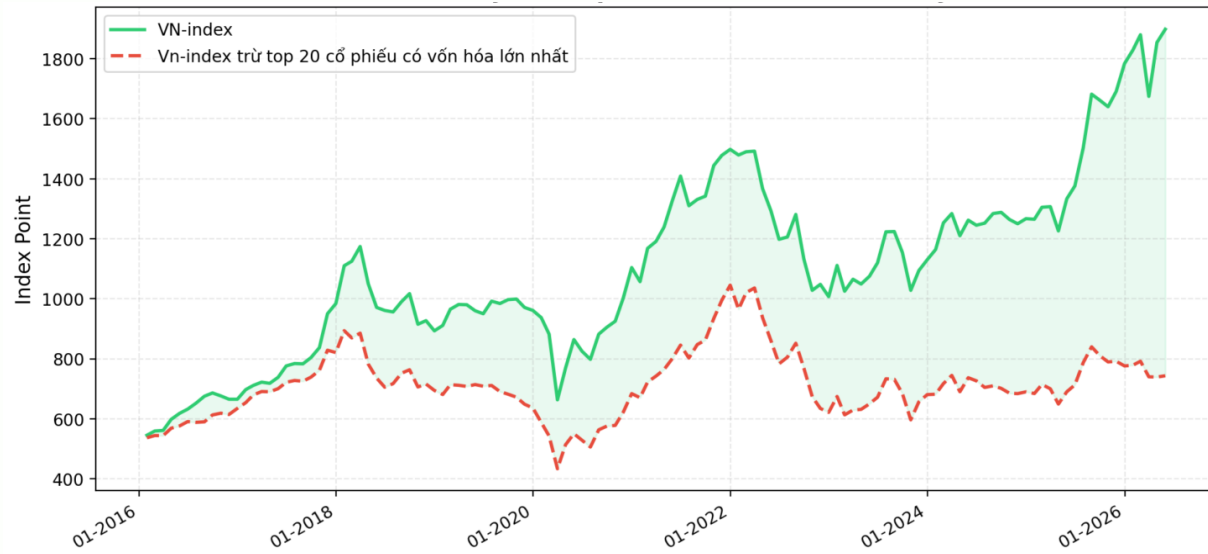
- **Thất thoát từ các khoản vay không đúng quy trình:** Mỗi khi một ngân hàng cho vay thì cũng tạo ra số tiền gửi tương đương trên bảng cân đối kế toán. Do đó, nếu một ngân hàng không tuân theo các quy định cho vay thì sẽ tạo ra rất nhiều thất thoát khi các khoản vay đó không được hoàn trả hàng loạt.
- **Khấu trừ theo chuẩn IMF (MFSM):** Nếu một ngân hàng đang bị phong tỏa các tài sản để phục vụ công tác điều tra thì cầm nang thống kê quy định các khoản tiền gửi bị phong tỏa dài hạn không được tính vào M2. NHNN có thể đã bóc tách lượng tiền chết này ra khỏi số liệu khiến cung tiền giảm sâu trong tháng 10/2025.

2. Tổng thiệt hại các vụ án về ngân hàng

Điểm chung của các đại án là biến hệ thống ngân hàng thành công cụ cấp vốn sẵn sau cho các hệ sinh thái bất động sản liên kết qua chuỗi pháp nhân ảo và đảo nợ tuần hoàn liên tục khiến cho các tỷ lệ an toàn đều bị vi phạm và tạo ra rất nhiều cung tiền:

- **Vạn Thịnh Phát (SCB):** Tổng dư nợ (từ 2012 tới tháng 10/2022) hơn **1.066.600 tỷ VND** (gốc và lãi từ hàng nghìn khoản vay thế chấp tài sản nâng giá trị hoặc bị hoán đổi từ các khoản tiền gửi, giấy tờ có giá và chứng chỉ tiền gửi)
- **VNCB/CBBank:** Thất thoát hơn **9.000 tỷ VND** (bảo lãnh dự án bất động sản giả, dính pháp lý kéo dài).
- **DongA Bank:** Thất thoát hơn **8.800 tỷ VND** (âm quỹ tiền/vàng, chi lãi ngoài trái phép và mua cổ phần tăng vốn ảo).
- **GPBank & OceanBank:** Thất thoát và lỗ lũy kế hơn **16.000 tỷ VND** (cho vay khống nộ ngược để tăng vốn ảo, cho vay không bảo đảm).

Hình 4: VN-index và sự khác biệt với khi không có nhóm top 20 vốn hóa

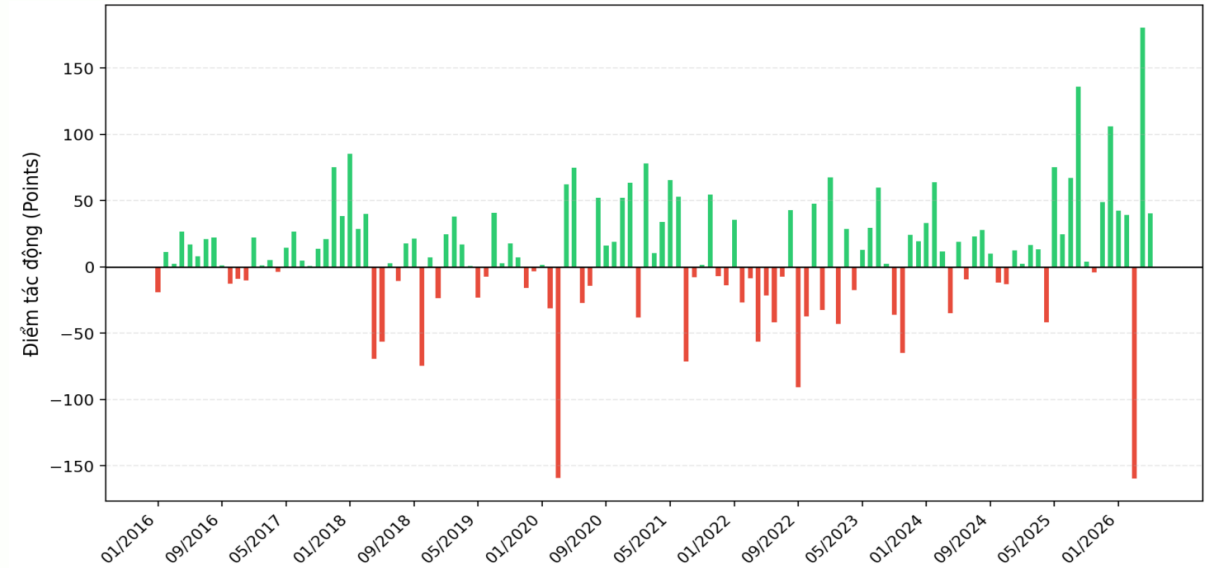


Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Thị trường đang có sự phân hóa rất mạnh giữa các nhóm cổ phiếu lớn và phần còn lại

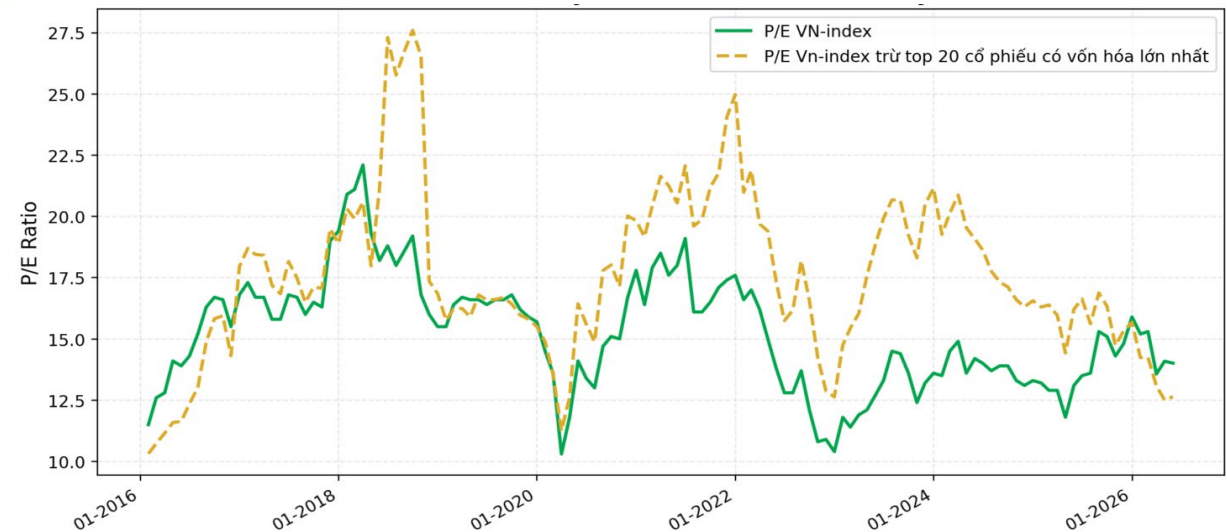
- Dù cung tiền chỉ thay đổi về mặt kỹ thuật nhưng một lượng lớn tiền vẫn ở ngoài thị trường vì bản chất các dòng tiền tạo ra phạm pháp thì **cũng được sử dụng để tiêu xài cá nhân cũng như xây dựng các dự án (có đưa ra ngoài thị trường)**.
- **Nhưng lần này thì dòng tiền chủ yếu chỉ đang tập trung vào các nhóm cổ phiếu có vốn hóa lớn** với sự đóng góp điểm số ngày càng to dần. (Hình 4) cho thấy đỉnh của phần còn lại của thị trường thực tế đã là hồi tháng 9-10/2025 trong khi các cổ phiếu top 20 vẫn tăng trưởng rất mạnh.
- P/E của phần còn lại thực tế thấp hơn khoảng 2 lần so với P/E chung toàn thị trường, do đó **cơ hội tìm kiếm alpha có thể nằm trong nhóm này**

Hình 5: Số điểm đóng góp hàng tháng của top 20 cổ phiếu có vốn hóa lớn nhất



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 6: P/E giữa thị trường chung và khi không có nhóm top 20 vốn hóa



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Chính Sách Tiền Tệ

ĐIỀU TIẾT THANH KHOẢN NGẮN HẠN

Tăng trưởng GDP

Lạm phát

Tỷ giá VND

- **Ưu tiên cốt lõi:** Dù không quy định cụ thể bằng văn bản pháp lý, theo thông lệ quốc tế, kiểm soát lạm phát và ổn định tỷ giá luôn là mục tiêu hàng đầu của các Ngân hàng Trung ương.
- **Mối liên kết tỷ giá - lạm phát:** Biến động mạnh từ tỷ giá sẽ truyền dẫn nhanh chóng, tạo áp lực đáng kể lên chỉ số lạm phát thông qua kênh nhập khẩu hàng hóa.

Giới hạn nới lỏng: Khi áp lực lạm phát và tỷ giá tăng cao, NHNN sẽ gặp rất nhiều khó khăn và gần như không thể tiếp tục duy trì chính sách nới lỏng để hỗ trợ phát triển kinh tế.

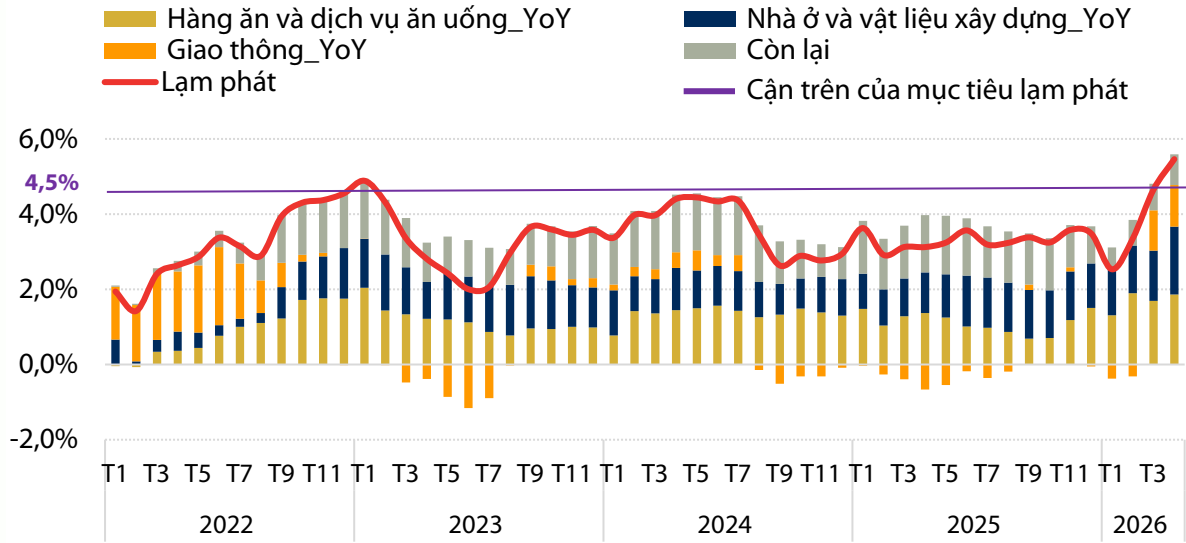
Chính Sách Tài Khóa

KIẾN TẠO ĐỘNG LỰC DÀI HẠN

- **Miễn giảm thuế và phí:** Công cụ hỗ trợ trực tiếp giúp tháo gỡ khó khăn tài chính tức thời cho doanh nghiệp, từ đó kích thích nhu cầu chi tiêu và tiêu dùng nội địa.
- **Đầu tư công (Trọng tâm):** Đóng vai trò là dòng vốn cực kỳ quan trọng giúp hoàn thiện cơ sở hạ tầng quốc gia và tạo hiệu ứng lan tỏa mạnh mẽ đến các ngành sản xuất.
- **Thu hút dòng vốn FDI:** Ban hành các thể chế, chính sách ưu đãi cạnh tranh nhằm thu hút dòng vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài trước làn sóng chuyển dịch chuỗi cung ứng.

Đặc tính truyền dẫn: Thường có độ trễ thực thi lớn hơn chính sách tiền tệ nhưng lại mang tính chất nền tảng định hình cấu trúc tăng trưởng vững chắc của doanh nghiệp.

Hình 7: Lạm phát & cơ cấu lạm phát

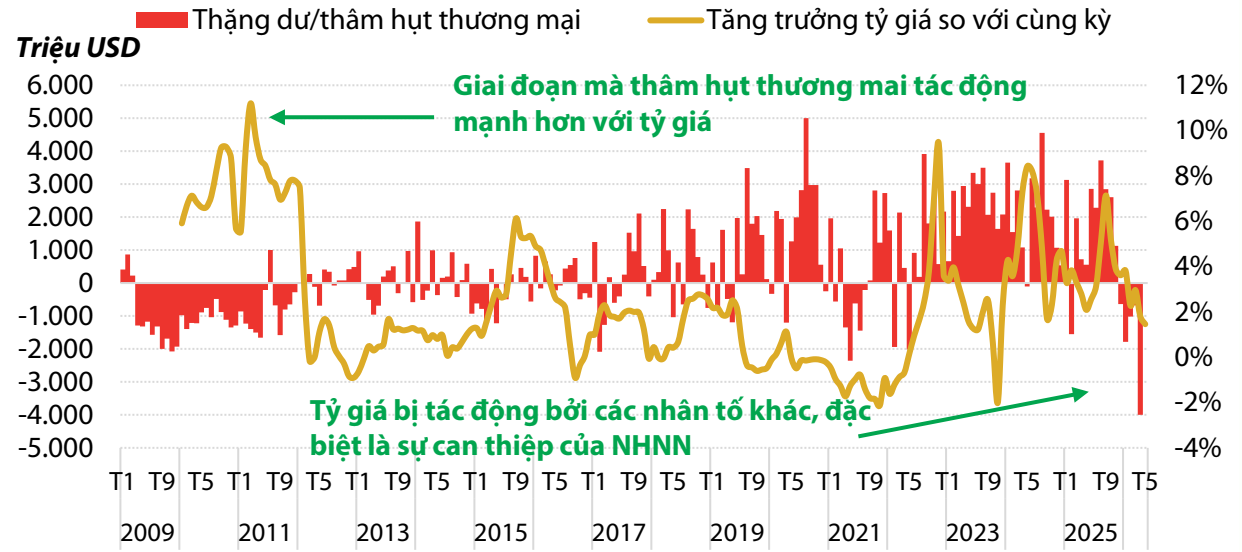


Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Lạm phát và tỷ giá vẫn đang trong áp lực tăng mạnh vì các yếu tố ngoài kiểm soát

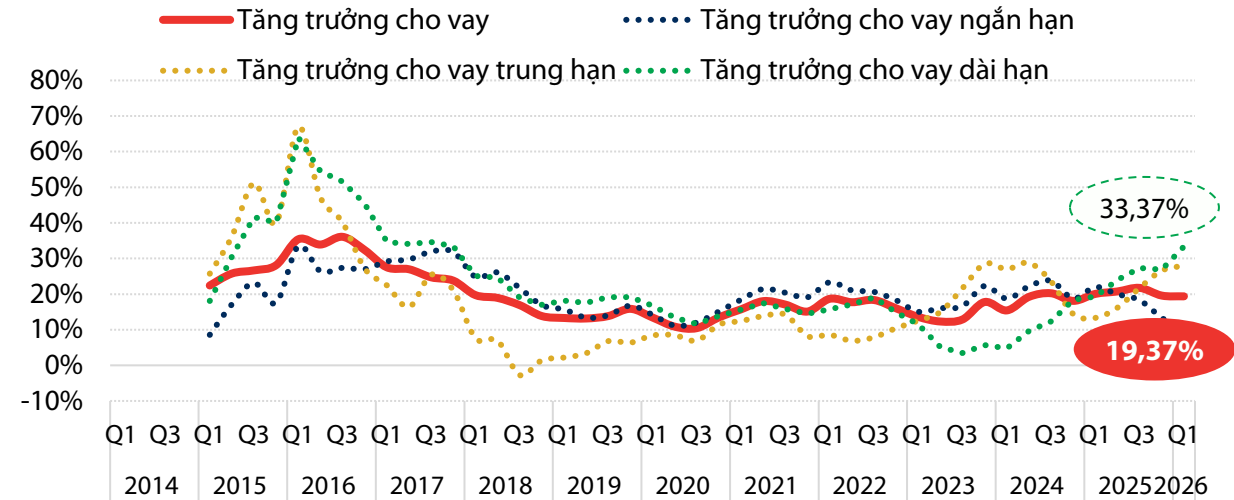
- (Hình 7) cho thấy **lạm phát đang tăng cao trở lại với sự dẫn dắt của giá dầu tăng cao**, dù giá xăng trong nước được trợ giá nhưng mức tăng cũng đã mạnh so với năm ngoái. Các dịch vụ còn lại cũng sẽ có xu hướng tăng giá theo giá năng lượng nhưng sẽ không giảm khi giá năng lượng giảm.
- (Hình 8) cho thấy Việt Nam đang bị thâm hụt thương mại 4 tháng liên tiếp – lần đầu kể từ thời kỳ COVID năm 2021 khi **dòng tiền nhập dầu thô để tích trữ tăng cao. Tuy nhiên, tỷ giá đã không còn chịu áp lực lớn từ thâm hụt thương mại như những năm 2009-2011** (khi dự trữ còn thấp, NHNN chưa có dư địa can thiệp). Hiện nay, tỷ giá phần nhiều bị tác động bởi nội suy (sự gia tăng VND cao hơn so với USD cùng với sự can thiệp của NHNN).
- (Hình 9) cho thấy tín dụng vẫn tăng trưởng dù chậm lại so với cùng kỳ, vẫn dẫn dắt bởi các khoản vay dài hạn cho các dự án bất động sản và hạ tầng từ các dự án đầu tư công. **Việc cho vay dài hạn nhiều khiến cho hệ thống ngân hàng áp lực về thanh khoản hơn**

Hình 8: Tương quan Thặng dư / thâm hụt thương mại hàng tháng với Tỷ giá



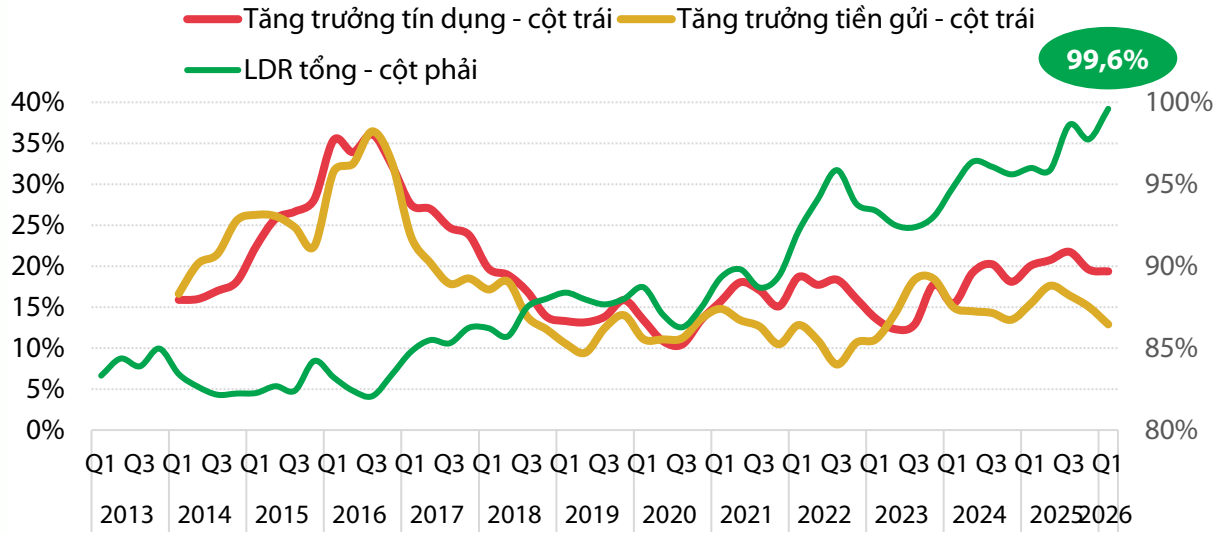
Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 9: Tăng trưởng tín dụng của 29 ngân hàng niêm yết



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 10: Tăng trưởng tín dụng & Tăng trưởng tiền gửi và LDR* toàn hệ thống **Hình 11: Lãi suất cho vay trung bình**



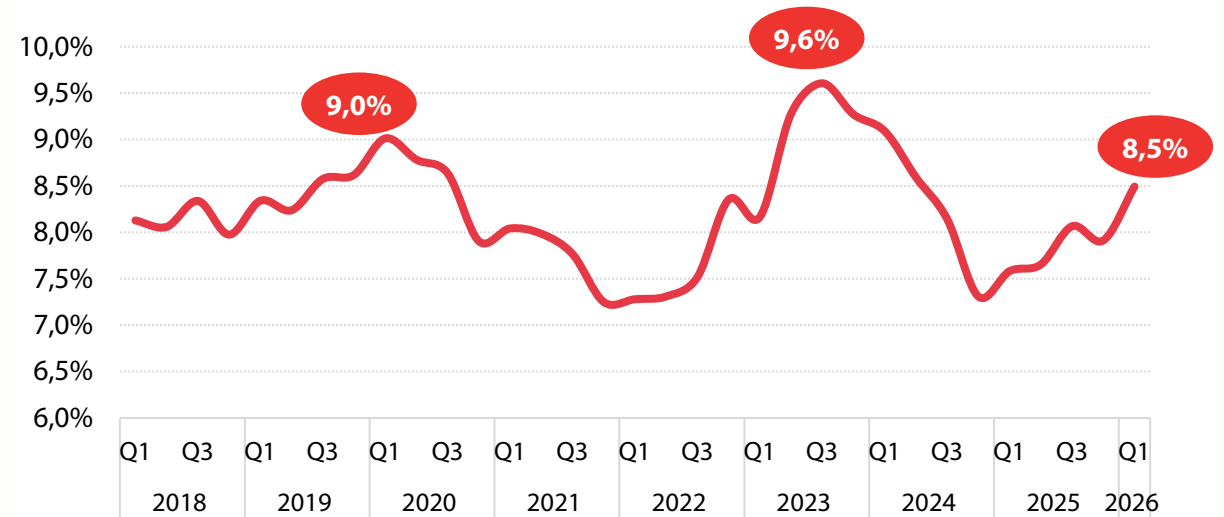
Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp. *Ghi chú: Dữ liệu của 29 ngân hàng niêm yết

Động lực từ chính sách tiền tệ khả năng sẽ yếu đi trong ngắn hạn để củng cố nền tảng

(Hình 10) cho thấy Tăng trưởng tín dụng đã tăng hơn tăng trưởng tiền gửi từ Q2/2024 đến nay và nó làm cho **LDR toàn hệ thống lên mức gần 100%* (Cho vay/Tổng tiền gửi và GTCG)**, đang liên tục gia tăng qua thời gian, nhưng nếu chỉ nhìn từng ngân hàng sẽ không chính xác do các ngân hàng nào thiếu cân đối sẽ phải vay mượn lại các ngân hàng dư cân đối)

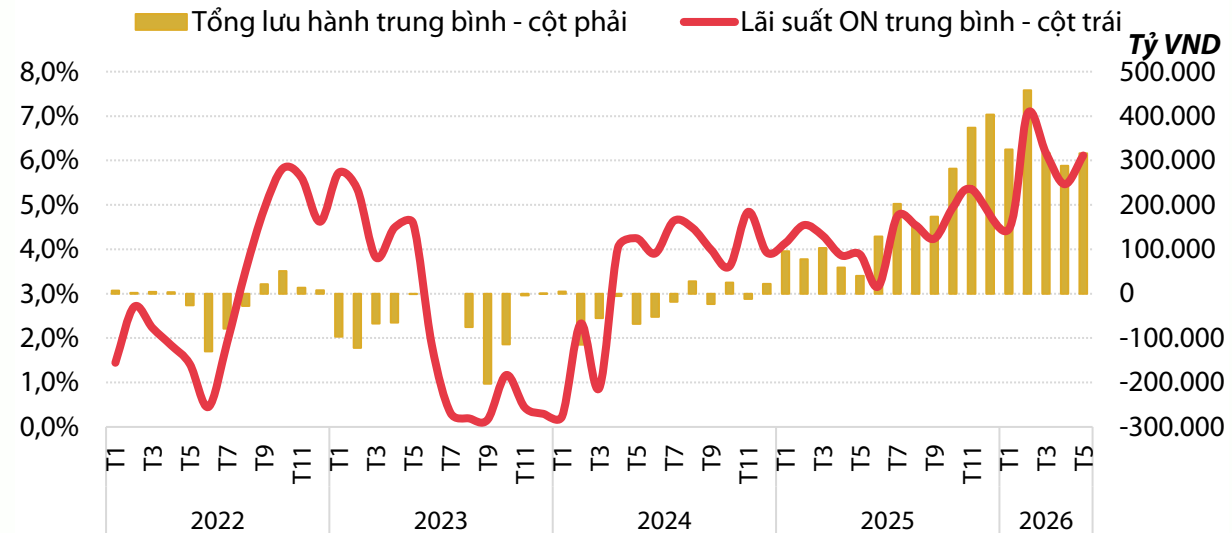
(Hình 11) và (Hình 12) cho thấy mặc dù NHNN tích cực đưa thêm thanh khoản vào hệ thống ở mức cao nhất lịch sử nhưng cũng là để hỗ trợ thanh khoản. **“Sự thiếu tiền” của hệ thống đang được phản ánh vào mức lãi suất cho vay tăng cao.** Ngoài ra, đa phần các khoản vay mới đều là dài hạn (>10 năm) cũng khiến cho lãi suất cho vay tăng lên.

=> Động lực từ chính sách tiền tệ với môi trường lạm phát cao + tỷ giá căng thẳng sẽ khó có dư địa giảm thêm từ đó thị trường cũng sẽ mất đi động lực quan trọng để tiếp tục tăng về chỉ số cũng như thanh khoản.



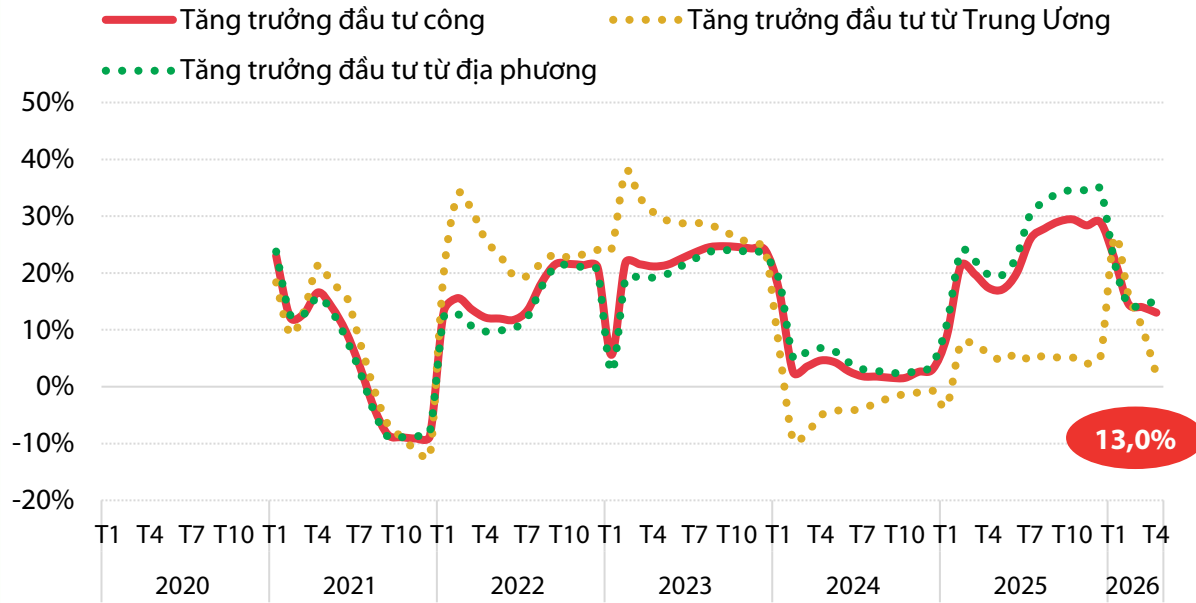
Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp. *Ghi chú: Dữ liệu của 29 ngân hàng niêm yết.

Hình 12: Tình hình thị trường liên ngân hàng



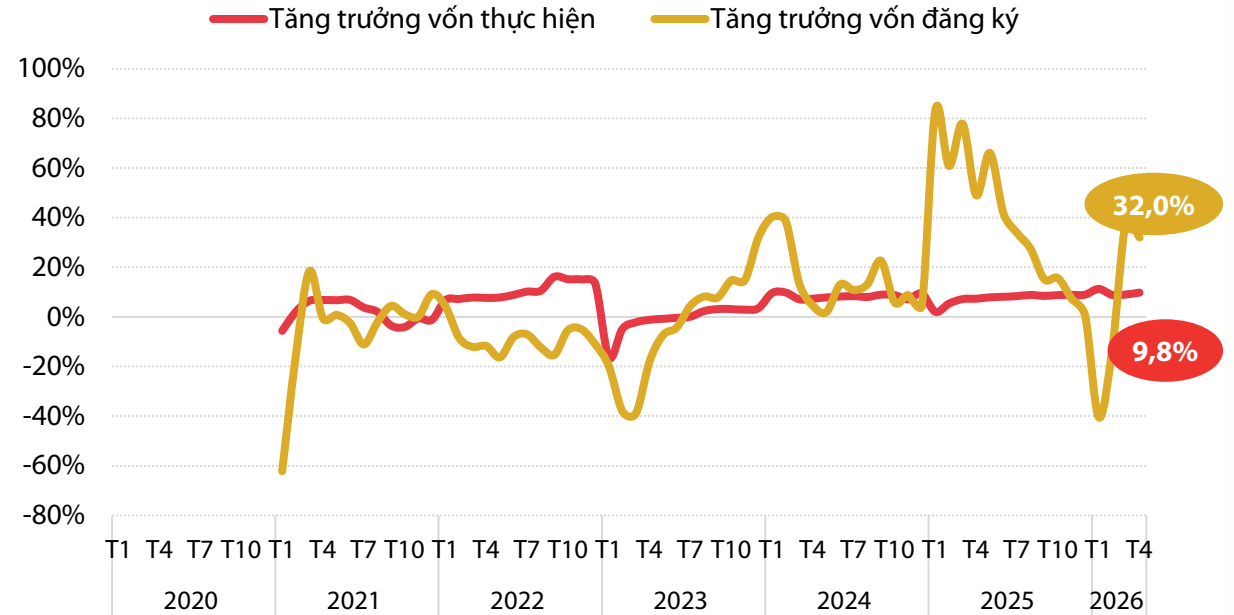
Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 13: Tăng trưởng đầu tư công lũy kế từ đầu năm so với cùng kỳ (YTD)



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Hình 14: Tăng trưởng FDI lũy kế từ đầu năm so với cùng kỳ (YTD)



Nguồn: FiinX, Bloomberg. VDSC tổng hợp.

Động lực từ chính sách tài khóa sẽ là chìa khóa để giữ được đà tăng trưởng cao trong năm nay

(Hình 13) cho thấy tăng trưởng đầu tư công đang có xu hướng suy giảm ở cả Trung ương và Địa phương khi các dự án khởi công gặp các khó khăn vướng mắc liên quan tới: **Giải phóng mặt bằng, thủ tục pháp lý kéo dài và đà tăng của giá nguyên vật liệu...**

(Hình 14) cho thấy các công ty nước ngoài vẫn đóng góp tích cực vào bức tranh vĩ mô chung, thông qua việc duy trì vốn đăng ký và thực hiện. Tuy nhiên, triển vọng tương lai dài hạn sẽ bị tác động bởi **Rủi ro địa chính trị & Biến động tỷ giá và những cải tiến chung của Môi trường kinh doanh của Việt Nam.**

=> Động lực từ chính sách tài khóa lớn nhưng cũng có nhiều thách thức, nếu Chính phủ thành công trong việc gỡ rối các dự án dở dang và thúc đẩy nhanh hơn quá trình giải ngân vốn đầu tư công thì đây sẽ là một động lực lớn còn lại cho thị trường. Nhưng với động lực từ Chính phủ thì sẽ chỉ có những ngành sau hưởng lợi: Ngân hàng (cho vay), Xây dựng & VLXD.

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities.**

MẠNG LƯỚI HOẠT ĐỘNG

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOAN RỒNG VIỆT - HỒI SỞ

Tầng 1 đến Tầng 8, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Thành phố Hồ Chí Minh
 ☎ (+84) 28 6299 2006 ✉ info@vdsc.com.vn
 🌐 www.vdsc.com.vn 📄 MST 0304734965

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 10, Tòa nhà Eurowindow, 02 Tôn Thất Tùng, Phường Kim Liên, Thành phố Hà Nội
 ☎ (+84) 24 6288 2006
 ☎ (+84) 24 6288 2008

CHI NHÁNH NHÀ TRANG

Tầng 7, Tòa nhà Sacombank, 76 Quang Trung, Phường Nha Trang, Tỉnh Khánh Hòa
 ☎ (+84) 25 8382 0006
 ☎ (+84) 25 8382 0008

CHI NHÁNH CÁN THƠ

Tầng 8, Tòa nhà Sacombank, 95-97-99 Võ Văn Tần, Phường Ninh Kiều, Thành phố Cần Thơ
 ☎ (+84) 29 2381 7578
 ☎ (+84) 29 2381 8387

CHI NHÁNH VŨNG TÀU

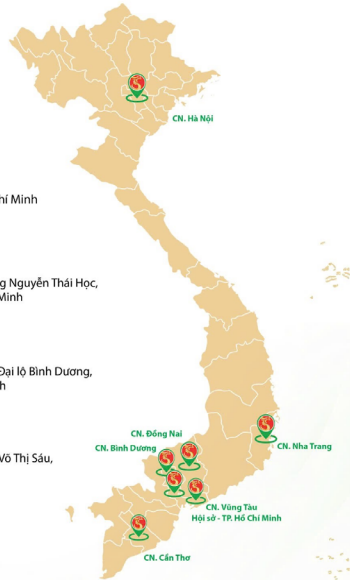
Tầng 2 Tòa nhà VCCI Building, 155 đường Nguyễn Thái Học, Phường Tam Thẳng, Thành phố Hồ Chí Minh
 ☎ (+84) 25 4777 2006

CHI NHÁNH BÌNH DƯƠNG

Tầng 3 Tòa nhà Becamex Tower, số 230 Đại lộ Bình Dương, Phường Phú Lợi, Thành phố Hồ Chí Minh
 ☎ (+84) 27 4777 2006

CHI NHÁNH ĐỒNG NAI

Tầng 8 Tòa nhà TTC Plaza, 53-55 đường Võ Thị Sáu, Phường Trần Biên, Tỉnh Đồng Nai
 ☎ (+84) 25 1777 2006



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025
 GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE