ĐÁNH GIÁ NHANH TÁC ĐỘNG THÔNG TIN SBV ĐƯA RA CÔNG CỤ HỖ TRỢ THỊ TRƯỜNG

HOÁN ĐỔI USD/VND KỲ HẠN 182 NGÀY — ÁP DỤNG 06/11/2026

Tác động đến nhóm cổ phiếu nhạy lãi suất: Chứng khoán · Bất động sản nhà ở · Thép – Điện – Hạ tầng BOT

PHẦN 1 — TÓM TẮT & ĐIỂM MỚI CỦA CÔNG CỤ

Ngân hàng Nhà nước (NHNN) triển khai công cụ hoán đổi USD/VND kỳ hạn 182 ngày, với quy mô giai đoạn đầu khoảng 2 tỷ USD (48.800 tỷ đồng), dự kiến đáo hạn vào ngày 10/05/2027. Theo tính toán của phòng Nghiên cứu Phân tích có thể mở rộng lên 10 tỷ USD (244.000 tỷ đồng), gấp 5 lần giai đoạn đầu. Với chi phí vốn ngầm định khoảng 6,3–6,5%/năm, thấp hơn 100–150 điểm cơ bản so với lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 3–6 tháng, công cụ này được kỳ vọng góp phần giảm áp lực thanh khoản và ổn định chi phí vốn của hệ thống ngân hàng. Nếu triển khai toàn bộ quy mô dự kiến, lượng vốn cung ứng tương đương khoảng 18% chênh lệch tín dụng – huy động, so với 3,6% ở giai đoạn đầu, qua đó tạo dư địa hạ nhiệt lãi suất liên ngân hàng trong giai đoạn cao điểm cuối năm và Tết Nguyên đán.

Đối với thị trường chứng khoán, tác động tích cực dự kiến diễn ra theo từng giai đoạn và có sự phân hóa giữa các nhóm ngành. Trong ngắn hạn, các công ty chứng khoán có nhu cầu sử dụng vốn lớn, cùng nhóm doanh nghiệp vay nợ cao thuộc ngành thép, điện và hạ tầng BOT, có thể hưởng lợi gián tiếp nếu chi phí huy động thực tế giảm. Nhóm bất động sản nhà ở có nền tảng tài chính lành mạnh, khả năng bán hàng và tạo dòng tiền tốt cũng có cơ hội hưởng lợi, nhưng với độ trễ dài hơn do phụ thuộc vào quá trình truyền dẫn lãi suất sang tín dụng và sức mua. Ngược lại, đối với các doanh nghiệp bất động sản có đòn bẩy cao, thanh khoản yếu và gặp khó khăn trong tiêu thụ sản phẩm, việc bổ sung thanh khoản cho hệ thống ngân hàng chưa đủ để giải quyết các vấn đề mang tính cấu trúc về dòng tiền, nghĩa vụ nợ và hiệu quả kinh doanh. Nhìn chung, chính sách này có ý nghĩa tích cực trong việc ổn định kỳ vọng và giảm áp lực chi phí vốn, song mức độ hỗ trợ thực chất đối với thị trường chứng khoán vẫn phụ thuộc vào quy mô triển khai và khả năng truyền dẫn sang lãi suất cho vay.

Thông số	Đợt 06/11/2026	Đợt 22/09/2026	Đợt 29/06/2026
Kỳ hạn	182 ngày	7 ngày	7 ngày
Tỷ giá giao ngay / kỳ hạn (VND/USD)	24.399 / 24.704	24.406 / 24.412	23.991 / 23.997
Điểm kỳ hạn (≈ chi phí năm hóa)	305 đồng (≈2,51%/năm)	6 đồng	6 đồng
Quy mô (VND tương đương)	Giai đoạn đầu 2 tỷ USD (≈48.798 tỷ); dự kiến cả chương trình ≈10 tỷ USD (≈243.990 tỷ)	2 tỷ USD (≈48.812 tỷ)	1 tỷ USD (≈23.991 tỷ)
Điều kiện tham gia	Có nợ vay NN trung–dài hạn/TPQT còn ≥12 tháng	TCTD, CN NH nước ngoài	TCTD, CN NH nước ngoài

Nguồn: thông báo NHNN (ADMIN VBSE tổng hợp, 04/11/2026); Thanh Tra (21/9/2026); VNDailyFX (06/7/2026). Quy mô dự kiến 10 tỷ USD quy đổi theo tỷ giá giao ngay 24.399. VBSE tính toán.

PHẦN 2 — BỐI CẢNH TRIỂN KHAI VÀ ĐÁNH GIÁ TÁC ĐỘNG CỦA CÔNG CỤ SWAP USD/VND

Động thái triển khai công cụ hoán đổi USD/VND kỳ hạn 182 ngày của NHNN không đơn thuần nhằm đáp ứng nhu cầu thanh khoản mùa vụ, mà còn phản ánh áp lực mất cân đối nguồn vốn mang tính cấu trúc của hệ thống ngân hàng. Kể từ năm 2025, tín dụng liên tục tăng nhanh hơn huy động, khiến áp lực cân đối vốn và duy trì thanh khoản ngày càng lớn. Trong khi đó, theo lộ trình được đề cập tại Thông tư 50/2026/TT-NHNN, việc nâng giới hạn tỷ lệ dư nợ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR) lên 95% gắn với điều kiện áp dụng các chuẩn thanh khoản LCR/NSFR, trong khi giới hạn 85% vẫn được duy trì đối với các ngân hàng chưa chuyển đổi. Do đó, công cụ Swap 182 ngày có thể được xem là giải pháp cầu nối quan trọng, giúp giảm áp lực thanh khoản trong giai đoạn chuyển tiếp trước khi khung quản trị thanh khoản theo Basel III được áp dụng rộng rãi. Tuy nhiên, về dài hạn, việc xử lý mất cân đối tín dụng – huy động vẫn đòi hỏi các ngân hàng cải thiện cơ cấu nguồn vốn, thay vì phụ thuộc vào các công cụ hỗ trợ thanh khoản từ NHNN.

Khung	Thép · Điện · Hạ tầng BOT	Chứng khoán	BĐS nhà ở	Ngân hàng
Ngắn hạn (0–12 tháng)	Tích cực gián tiếp: LNH hạ nhiệt giảm áp lực tái tục nợ vốn lưu động của DN thép (nợ vay ngắn hạn/VCSH: NKG 0,80x; HSG 0,61x). Lợi nhuận cải thiện chậm do LS cho vay chưa giảm ngay.	Tích cực, nhanh, ổn định tâm lý: LNH hạ nhiệt giúp chi phí vốn vay NH của CTCK giảm; giảm rủi ro call margin dây chuyền khi margin ở đỉnh 457.500 tỷ.	Trung tính – tích cực nhẹ: LS vay mua nhà chỉ giảm khi LS huy động giảm. Nhóm dòng tiền khỏe được định giá lại trước; nhóm nợ cao chỉ giảm rủi ro tái cấp vốn ngắn hạn.	Tích cực, trực tiếp: kênh swap cấp VND chi phí ≈6,3–6,5%/năm, thấp hơn LNH 100–150 điểm cơ bản, giảm áp lực vốn cho NH có tỷ lệ cho vay/tiền gửi cao (VPB 107,6%) và CASA thấp (HDB 7,6%; SHB 6,7%); hỗ trợ NIM mùa cao điểm tín dụng.
Trung hạn (1–2 năm)	Rủi ro LS tăng lại khi swap đáo hạn 10/05/2027. Phân hóa: DN có EBIT/lãi vay >4x (HPG, POW) ổn định; nhóm dưới 2x (CII, GEG, HHV) nhạy cảm cao.	Phụ thuộc thanh khoản: GTGD bình quân Q3 chỉ 14.800 tỷ/phiên (−63,6% YoY) giúp lợi nhuận margin bền hơn môi giới.	Phân hóa mạnh: nhóm nợ cao phải tự tái cấu trúc nợ đáo hạn 2027; vốn vay xã hội/bền vững có ràng buộc mục đích khiến dòng tiền khó chảy vào BĐS thương mại.	Có điều kiện: NIM có thể co hẹp lại nếu các giai đoạn swap đáo hạn (mốc đầu 10/05/2027) không được tái tục; NH CASA thấp nhạy cảm nhất. Trần LDR 95% theo Thông tư 50/2026 là bộ đệm khi chuyển sang LCR/NSFR.
Dài hạn (3+ năm)	Hưởng lợi khi LS cho vay trung–dài hạn giảm bền vững, hỗ trợ tái cấp vốn dự án điện, BOT và chu kỳ đầu tư công.	Chi phí vốn thấp hơn và nâng hạng thị trường là nền cho tăng trưởng margin bền vững.	Chỉ hưởng lợi khi mặt bằng LS vay mua nhà về vùng người mua chấp nhận (dưới 8–10%).	Hưởng lợi khi khung Basel III (LCR/NSFR) phát huy tác dụng và vay nước ngoài được tính vào nguồn vốn, mở rộng dư địa tín dụng; NH CASA trên 30% duy trì lợi thế chi phí vốn.

Màu ô: xanh = tích cực; vàng = trung tính/có điều kiện; đỏ = rủi ro.

PHẦN 3 — CỔ PHIẾU HƯỞNG LỢI / CHỊU TÁC ĐỘNG

Trên cơ sở đánh giá cơ chế truyền dẫn của công cụ hoán đổi USD/VND, tác động tích cực được kỳ vọng tập trung vào các doanh nghiệp có mức độ phụ thuộc lớn vào vốn vay, đặc biệt là nhóm chứng khoán và các ngành thâm dụng vốn như thép, điện và hạ tầng BOT. Tuy nhiên, mức độ hưởng lợi sẽ có sự phân hóa tùy thuộc vào quy mô dư nợ, cơ cấu kỳ hạn vay, khả năng tiếp cận nguồn vốn và sức khỏe tài chính của từng doanh nghiệp. Theo đó, báo cáo tập trung đánh giá mức độ nhạy cảm với chi phí vốn và dư địa cải thiện lợi nhuận của các cổ phiếu tiêu biểu, qua đó xác định những doanh nghiệp có khả năng hưởng lợi rõ nét nhất khi mặt bằng lãi suất hạ nhiệt.

3.1 Thép · Điện · Hạ tầng BOT — doanh nghiệp vay nợ lớn nhạy với chi phí vốn

Mã	Nợ vay/VCSH (ngắn hạn)	EBIT/ Lãi vay Q3	P/B	Giá YTD	Độ nhạy
HPG	0,71x (0,53x)	5,2x	1,21x	−9,8%	Trung bình
HSG / NKG	0,61x (0,61x) / 1,11x (0,80x)	2,7x / 1,6x	0,73x / 0,77x	−11,7% / −10,4%	Cao
POW	0,81x (0,42x)	4,9x	0,85x	−5,5%	Trung bình
PC1	1,14x (0,40x)	2,8x	1,09x	−18,6%	Cao
GEG	1,25x (0,12x)	1,7x	0,92x	−21,9%	Cao
HHV / CII	1,34x (0,06x) / 2,18x (0,54x)	1,8x / 0,9x	0,46x / 0,90x	−26,0% / −38,0%	Rất cao

Nguồn: FiinX — BCTC hợp nhất quý 3/2026 chưa kiểm toán; P/B TTM, giá đến 03/11/2026. EBIT/lãi vay tính riêng quý 3/2026. VBSE tính toán.

3.2 Chứng khoán — CTCK đòn bẩy vay ngân hàng cao nhạy nhất với chi phí vốn

Mã	Vay ngắn hạn Q3/2026 (tỷ đồng)	Vay/VCSH	P/B	Giá YTD	Độ nhạy
HCM	22.456	1,55x	1,86x	+24,3%	Cao
MBS	15.608	1,39x	1,33x	−24,0%	Cao
VCI	22.709	1,34x	1,29x	−25,9%	Cao
SSI	51.904	1,32x	1,47x	−20,8%	Cao

Mã	Vay ngắn hạn Q3/2026 (tỷ đồng)	Vay/VCSH	P/B	Giá YTD	Độ nhạy
SHS	14.788	1,18x	0,88x	−37,8%	Trung bình
VND / TCX	20.018 / 40.489	0,92x / 0,85x	0,91x / 1,86x	−31,0% / −18,0%	Trung bình
VIX	5.650	0,17x	0,92x	−34,8%	Thấp

Nguồn: FiinX — BCTC hợp nhất quý 3/2026 chưa kiểm toán; giá đến 03/11/2026. VBSE tính toán.

3.3 BĐS nhà ở — tách bạch hai nhóm dòng tiền

Mã	Tiền (tỷ)	Nợ vay (tỷ)	Nợ ròng/ VCSH	Tiền/ Nợ NH	NMTTT/ HTK	DT Q3 YoY	P/B
NLG	3.836	5.052	0,08x	2,24x	0,35	−82,5%	0,80x
DXG	1.309	5.576	0,20x	0,64x	0,55	−36,1%	0,88x
KDH	6.199	17.776	0,57x	3,75x	0,06	−96,2%	0,86x
VHM	39.530	240.622	0,65x	0,61x	0,51	+419,9%	1,77x
CEO	164	2.859	0,41x	0,53x	0,13	+10,0%	1,04x
PDR	712	13.638	1,02x	0,36x	0,45	−95,3%	0,88x
NVL	3.752	72.413	1,04x	0,13x	0,15	+204,2%	0,66x

NMTTT/HTK = người mua trả tiền trước / hàng tồn kho (thước đo doanh số đã bán chưa bàn giao). Nguồn: FiinX, BCTC hợp nhất Q3/2026 chưa kiểm toán; VBSE tính.

- **Nhóm A – dòng tiền khỏe (NLG, DXG, KDH, VHM):** đây là nhóm các doanh nghiệp có tỷ lệ nợ ròng/VCSH ≤0,65x, tiền mặt đủ trả nợ ngắn hạn (NLG 2,24x; KDH 3,75x) hoặc doanh số đã bán lớn (VHM 125.461 tỷ NMTTT). Trong đó, doanh thu quý III năm 2026 của các mã NLG, KDH giảm do lịch bàn giao, không phản ánh mất khả năng trả nợ. Công cụ hỗ trợ của NHNN giúp **định giá lại theo kỳ vọng LS** khi P/B đang 0,80–0,88x và giá đã giảm 30–55% từ đầu năm (trừ VHM).
- **Nhóm B – nợ vay lớn, bán hàng khó (NVL, PDR, CEO):** Theo dữ liệu cập nhật từ BCTC quý III năm 2026, NVL có nợ vay ngắn hạn 29.750 tỷ trong khi tiền mặt chỉ 3.752 tỷ (0,13x), hàng tồn kho 157.667 tỷ; PDR doanh thu Q3 −95,3%, nợ ròng/VCSH 1,02x. Swap **không cấp vốn trực tiếp** cho doanh nghiệp BĐS và nguồn vốn ngoại của ngân hàng chủ yếu gắn mục đích SME/xanh/xã hội, khiến lợi ích chỉ là giảm rủi ro hệ thống, chưa giải quyết bài toán bán hàng và nợ đáo hạn.

3.4 Ngân hàng — nhóm LDR cao, CASA thấp hưởng lợi trực tiếp nhất từ nguồn VND chi phí thấp

Mã	Cho vay/ Tiền gửi KH	CASA (NIM Q3)	P/B	Giá YTD	Độ nhạy
VPB	107,6%	12,3% (5,01%)	1,13x	−5,1%	Rất cao
HDB / SHB	75,7% / 81,0%	7,6% (3,81%) / 6,7% (2,22%)	1,58x / 0,71x	−4,6% / −35,2%	Cao
CTG / BID	86,4% / 86,0%	22,7% (2,81%) / 19,9% (2,08%)	1,13x / 1,25x	−14,6% / −11,9%	Cao
TCB	88,0%	31,0% (3,65%)	1,22x	−37,4%	Trung bình
MBB	88,2%	32,8% (3,88%)	1,21x	−6,7%	Trung bình
ACB / STB	82,6% / 74,7%	19,3% (2,91%) / 19,0% (2,46%)	1,13x / 1,96x	−2,1% / +14,8%	Thấp
VCB	81,9%	31,8% (2,87%)	1,76x	−6,2%	Thấp

Cho vay/Tiền gửi KH = dư nợ cho vay khách hàng / tiền gửi khách hàng (khác LDR tính theo quy định NHNN); NIM tính riêng quý 3/2026. Nguồn: FiinX — BCTC hợp nhất quý 3/2026 chưa kiểm toán; P/B và giá đến 03/11/2026. VBSE tính toán.

- **Nhóm hưởng lợi trực tiếp – LDR cao, CASA thấp (VPB, HDB, SHB, CTG, BID):** đây là nhóm có tỷ lệ cho vay/tiền gửi khách hàng từ 86% trở lên (VPB 107,6%; CTG 86,4%; BID 86,0%) hoặc CASA dưới 13% (HDB 7,6%; SHB 6,7%), phụ thuộc lớn vào tiền gửi kỳ hạn và vốn LNH. Kênh swap cung cấp VND với chi phí ≈6,3–6,5%/năm, thấp hơn LNH kỳ hạn 3–6 tháng 100–150 điểm cơ bản, giúp giảm chi phí vốn biên và hỗ trợ NIM trong mùa cao điểm

tín dụng cuối năm; mức hưởng lợi tăng dần nếu chương trình triển khai đủ ≈10 tỷ USD. Lợi ích thực tế phụ thuộc vào quy mô nợ vay nước ngoài trung–dài hạn/TPQT còn ≥12 tháng mà từng ngân hàng có để đủ điều kiện tham gia.

▪ **Nhóm hưởng lợi gián tiếp – CASA cao hoặc dư địa LDR lớn (VCB, MBB, TCB, ACB, STB):** CASA trên 30% (VCB 31,8%; MBB 32,8%; TCB 31,0%) hoặc tỷ lệ cho vay/tiền gửi dưới 83% (ACB 82,6%; STB 74,7%) giúp nhóm này ít phụ thuộc vào kênh swap. Lợi ích chủ yếu đến từ việc LNH hạ nhiệt làm giảm rủi ro thanh khoản hệ thống và củng cố kỳ vọng tăng trưởng tín dụng. Rủi ro cần theo dõi là NIM co hẹp nếu thanh khoản dư thừa kéo giảm lợi suất cho vay LNH và trái phiếu Chính phủ trong khi chi phí huy động chưa giảm tương ứng.

Tuyên bố miễn trừ trách nhiệm

Báo cáo được xây dựng nhằm cung cấp thông tin tham khảo và hỗ trợ nhà đầu tư trong quá trình nghiên cứu, đánh giá thị trường, không cấu thành khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ chứng khoán nào. Các số liệu, nhận định và kịch bản dự báo được xây dựng trên cơ sở thông tin, phương pháp phân tích và giả định tại thời điểm lập báo cáo; do đó, có thể thay đổi theo diễn biến thị trường mà không cần thông báo trước. Đơn vị phát hành không bảo đảm tính chính xác tuyệt đối của các dự báo và không chịu trách nhiệm đối với những tổn thất phát sinh từ việc sử dụng thông tin trong báo cáo, trong phạm vi pháp luật cho phép. Nhà đầu tư cần chủ động đánh giá rủi ro, tham khảo các nguồn thông tin phù hợp và tự chịu trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích

Đào Tuấn Trung
Trưởng phòng Nghiên cứu Phân tích & Phát triển Sản phẩm
trungdt@vbse.vn

Lê Văn Giang
Phó phòng Nghiên cứu Phân tích & Phát triển Sản phẩm
gianglv@vbse.vn

Ngô Công Bình
Trưởng nhóm
binhnc@vbse.vn

Hoàng Xuân Tùng
Chuyên gia phân tích
tunghx@vbse.vn

Lâm Gia Khang
Chuyên gia phân tích
khanglg@vbse.vn

Nguyễn Việt Hằng
Chuyên gia phân tích
hangnv@vbse.vn

Trần Quỳnh Giang
Chuyên gia phân tích
giangtq@vbse.vn