

Triển vọng Kinh tế Việt Nam 2026

Định vị Nguồn vốn cho Mục tiêu Tăng trưởng cao 2026 - 2030

Ngày phát hành: Ngày 28 tháng 01 năm 2026



Hà Nội, ngày 28 tháng 1 năm 2026

Kính gửi Quý Khách hàng và Đối tác,

Chúng tôi trân trọng gửi tới Quý vị Báo cáo Triển vọng Kinh tế Vĩ mô Việt Nam với chủ đề **“Định vị Nguồn vốn cho Mục tiêu Tăng trưởng cao giai đoạn 2026 – 2030”**, được thực hiện bởi đội ngũ phân tích của FiinGroup và FiinRatings.

Việt Nam đã khép lại năm 2025 với kết quả tăng trưởng kinh tế ấn tượng, GDP ước đạt 8,02%, tạo nền tảng quan trọng để bước vào giai đoạn phát triển then chốt 5 năm tới. Theo các mục tiêu đã được Chính phủ xác định, từ năm 2026, nền kinh tế hướng tới tăng trưởng ở mức hai chữ số, đồng thời vẫn phải bảo đảm ổn định kinh tế vĩ mô và tính bền vững dài hạn.

Từ góc nhìn của một tổ chức phân tích và tư vấn chuyên sâu về tài chính, thị trường vốn và xếp hạng tín nhiệm, chúng tôi cho rằng **khả năng huy động và phân bổ hiệu quả nguồn vốn đầu tư dài hạn** sẽ là yếu tố then chốt quyết định việc hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng cao này, bên cạnh các động lực quan trọng khác như nâng cao năng suất lao động, phát triển nguồn nhân lực và thúc đẩy đổi mới sáng tạo theo định hướng của Chính phủ.

Với mục tiêu tăng trưởng GDP năm 2026 ở mức tối thiểu 10%, quy mô GDP danh nghĩa của Việt Nam có thể vượt 520 tỷ USD. Để duy trì tỷ lệ tổng vốn đầu tư toàn xã hội khoảng 33% GDP, nền kinh tế sẽ cần huy động tối thiểu khoảng 4,7 triệu tỷ đồng, trong đó nguồn vốn từ khu vực tư nhân ước tính hơn 3,6 triệu tỷ đồng.

Vấn đề đặt ra là: **nguồn vốn này sẽ đến từ đâu?** Theo đánh giá của chúng tôi, Việt Nam cần đẩy mạnh **cải cách thị trường vốn** một cách quyết liệt và đồng bộ hơn bao giờ hết nhằm hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cao và bền vững. Năng lực cung ứng tín dụng trung và dài hạn của hệ thống ngân hàng sẽ khó có thể đáp ứng đầy đủ nhu cầu vốn theo quy mô và tốc độ tăng trưởng đặt ra. Trong khi đó, đầu tư công tiếp tục được xác định là **vốn mồi**, với kỳ vọng tạo hiệu ứng lan tỏa, còn dòng vốn FDI đang được định hướng **ưu tiên chất lượng và hiệu quả**, thay vì mở rộng bằng mọi giá.

Mục tiêu của Báo cáo này là **xác định và đánh giá các kênh nguồn vốn chủ chốt, mang tính chiến lược** đối với Việt Nam trong giai đoạn tới, qua đó làm rõ tiềm năng phát triển cũng như cung cấp thông tin phân tích nhằm hỗ trợ quá trình hoạch định chiến lược của các **định chế tài chính và nhà đầu tư trong nước và quốc tế** đang quan tâm đến thị trường vốn Việt Nam.

Báo cáo hiện tập trung vào việc ước tính quy mô nhu cầu vốn và triển vọng huy động trong năm 2026, chưa đi sâu vào các giải pháp hay khuyến nghị chính sách cụ thể. Các ước tính về mức độ thiếu hụt vốn đầu tư cho giai đoạn đến năm 2030 được xây dựng trên cơ sở **dữ liệu mới nhất và các thông tin hiện có**, do đó có thể thay đổi tùy thuộc vào tiến độ cải cách và diễn biến của thị trường vốn trong nước cũng như quốc tế.

Báo cáo được thực hiện bởi đội ngũ phân tích của FiinGroup và FiinRatings, dựa trên các nguồn dữ liệu công khai và chính thống. Nếu Quý vị có bất kỳ câu hỏi hoặc nhu cầu trao đổi thêm, xin vui lòng liên hệ với đội ngũ phân tích được nêu trong Báo cáo hoặc qua địa chỉ email: support@fiingroup.vn.

Trân trọng,



Nguyễn Quang Thuân, FCCA

Chủ tịch

FiinGroup & FiinRatings

Nội dung	Trang
Tóm tắt Báo cáo	3 - 8
1. Nhìn lại 2025: Đầu tư là động lực chính cho tăng trưởng	9 - 14
2. Định vị các nguồn vốn dài hạn chính	15 - 43
2.1 Tổng quan: Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư	15 - 19
2.2 Vốn Đầu tư công: Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt	19 - 22
2.3 Tín dụng Ngân hàng: Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn	23 - 30
2.4 Thị trường Chứng khoán: Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi	31 - 34
2.5 Vốn FDI và M&A: Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao	35 - 38
2.6 Trái phiếu doanh nghiệp: Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng	39 - 42
2.7 Vốn vay quốc tế: Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn	43 - 44
3. Khả năng hấp thụ vốn của doanh nghiệp	45 - 49
Về FiinGroup và FiinRatings	50
Điều khoản Miễn trách	51

Đội ngũ Phân tích:

Lê Xuân Đồng, CFA

Giám đốc Điều hành, Khối Nghiên cứu & Tư vấn, FiinGroup

Email: dong.le@fiingroup.vn

Đỗ Thị Hồng Vân

Trưởng nhóm Phân tích Vĩ Mô và TTCK, FiinGroup

Email: van.do@fiingroup.vn

Trần Thị Kiều Oanh

Trưởng nhóm Phân tích Ngân hàng, FiinGroup

Email: oanh.tran@fiinratings.vn

Lê Hồng Khang

Trưởng nhóm Phân tích Trái phiếu, FiinRatings

Email: khang.le@fiingroup.vn

Nguyễn Văn Nam

Trưởng nhóm Phân tích Rủi ro Doanh nghiệp, FiinGroup

Email: nam.nguyen@fiingroup.vn

1 Bức tranh tăng trưởng 2025

Đầu tư công dẫn dắt, đầu tư của khu vực tư nhân & tiêu dùng trong nước còn yếu

- **GDP 2025: +8,02%**, động lực chính đến từ **đầu tư công & FDI**
- **Đầu tư công: +26,6% YoY; FDI giải ngân: +11,7% YoY** trong khi **Đầu tư tư nhân trong nước: chỉ +8,4%**, thấp hơn đáng kể so với yêu cầu cho tăng trưởng cao
- **Thặng dư thương mại: đạt 20,1 tỷ USD** (giảm 19,6% YoY), trong đó xuất siêu của khu vực FDI là hơn 48,1 tỷ USD, bù đắp cho nhập siêu gần 28 tỷ USD của các doanh nghiệp nội địa.
- **Tiêu dùng nội địa:** Bán lẻ danh nghĩa +9,3% và Bán lẻ thực (loại trừ giá): **+6,7%** → năm thứ 3 liên tiếp dưới mức trung bình giai đoạn 3 năm trước khi COVID-19 bùng phát (**+8.8%**)
- Mô hình tăng trưởng hiện tại phụ thuộc lớn vào đầu tư công & FDI, thiếu động lực nội sinh từ doanh nghiệp tư nhân và tiêu dùng trong nước.

2 Cơ cấu tăng trưởng

FDI & đầu tư công tiếp tục đóng vai trò “trụ cột”

- **Chế biến – chế tạo: +~10%** - dẫn dắt bởi **khu vực FDI** (điện tử, máy móc – linh kiện, dệt may)
- **Xây dựng: +9,6%** - hưởng lợi trực tiếp từ **đẩy mạnh đầu tư hạ tầng công**
- **Doanh nghiệp nội địa:** năng lực cạnh tranh và đóng góp xuất khẩu suy giảm tương đối
- Nếu không kích hoạt được đầu tư tư nhân, tăng trưởng sẽ thiếu chiều sâu và tính bền vững.

“

Tăng trưởng GDP năm 2025 chủ yếu dẫn dắt với hoạt động đầu tư (đầu tư công và FDI) và xuất khẩu của khu vực FDI trong khi đầu tư của khu vực tư nhân và tiêu dùng trong nước vẫn còn yếu.”

“

Để đạt được mục tiêu tăng trưởng 10% từ năm 2026, chúng tôi kỳ vọng vào (i) cải thiện dòng vốn đầu tư của doanh nghiệp trong nước; và (ii) phục hồi cầu tiêu dùng trong nước”

3

Triển vọng 2026

Để thực hiện mục tiêu GDP tăng trưởng 10%, cần “đổi trụ cột” tăng trưởng

- **Đầu tư công, FDI, xuất khẩu:** duy trì nhịp tăng nhưng khó tạo đột phá về quy mô
- **Hai biến số quyết định cần có:**
 - Bứt phá đầu tư của doanh nghiệp tư nhân trong nước
 - Phục hồi rõ nét hơn của cầu tiêu dùng nội địa
- **Điều kiện tiên quyết:** Khả năng tiếp cận vốn trung – dài hạn với chi phí hợp lý.

4

Quy mô nhu cầu vốn

Khoảng trống về nguồn vốn đầu tư trung và dài hạn trong giai đoạn 2026–2030

- **Nhu cầu vốn đầu tư trung và dài hạn hàng năm ước tính trong giai đoạn 2026–2030:** dao động trong khoảng từ 172 tỷ USD – 263 tỷ USD
- **Tổng đầu tư toàn xã hội hàng năm dự kiến trong giai đoạn 2026–2030:** dao động trong khoảng từ 140 tỷ USD – 243 tỷ USD, với mục tiêu của Chính phủ nâng dần tổng vốn đầu tư toàn xã hội tiệm cận **40% GDP** (đến 2030)
- **Do đó, xuất hiện khoảng trống về nguồn vốn dài hạn,** đặc biệt cho các dự án đầu tư trung và dài hạn của khu vực tư nhân & các dự án hạ tầng lớn của Chính Phủ.

5

Không thể tiếp tục lệ thuộc vào vốn đầu tư công và tín dụng ngân hàng

- **Đầu tư công:** Dự kiến giải ngân ~1,12 triệu tỷ VNĐ (~ 41,2 tỷ USD) năm 2026. Dư địa cho chính sách tài khóa còn rộng rãi nhờ việc kiểm soát nợ công hiệu quả trong nhiều năm vừa qua. Tuy nhiên, đây chỉ nên xem là “vốn mồi”, kích hoạt các dự án PPP & dòng vốn đầu tư tư nhân lớn trong dài hạn
- **Tín dụng ngân hàng:** Tổng dư nợ tín dụng toàn hệ thống ~18,4 triệu tỷ VNĐ (~ 702 tỷ USD) và Tỷ lệ tín dụng/GDP của Việt Nam hiện ở mức cao (khoảng 146%) vào cuối 2025. Tỷ lệ vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn của toàn ngân hàng khoảng 28.32% tại cuối tháng 11/2024 (gần chạm trần quy định 30% của NHNN), CAR nhóm Big 4 < 11% tại thời điểm giữa 2025 và áp lực triển khai Basel III (lộ trình đến 2030). Các chỉ số này cho thấy hệ thống các NHTM Việt Nam sẽ không đủ sức để đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn cho đầu tư nói chung và trong đó có các dự án hạ tầng lớn của Việt Nam.

6

Các nguồn vốn chiến lược cần được “kích hoạt”

- **Trái phiếu doanh nghiệp:** Giá trị phát hành mới 2025 đạt ~644 nghìn tỷ VNĐ (~23,9 tỷ USD) trong đó trái phiếu doanh nghiệp phi ngân hàng có quy mô còn quá nhỏ: chỉ ~207 nghìn tỷ VNĐ (~7,9 tỷ USD), chiếm tỷ trọng 32%. **Triển vọng 2026: rất tích cực** nhờ 05 yếu tố sau:
 - *Thứ nhất*, chính sách tiền tệ không còn nới lỏng như trước trong khi nhu cầu vốn trung – dài hạn của doanh nghiệp gia tăng mạnh như hiện nay. Điều này buộc các doanh nghiệp phải đa dạng hóa kênh huy động vốn thay vì tập trung vào kênh tín dụng ngân hàng.
 - *Thứ hai*, bản thân ngành ngân hàng có dư địa cấp vốn dài hạn thấp khi mà ngân hàng chịu áp lực về khả năng cấp tín dụng dài hạn, quy định về hạn mức an toàn và đặc biệt là bộ đệm vốn còn quá mỏng.
 - *Thứ ba*, các chính sách mới về trái phiếu doanh nghiệp và các quy định liên quan đến việc giúp các dự án và doanh nghiệp đủ điều kiện phát hành trái phiếu ví dụ như vấn đề pháp lý dự án hạ tầng, bất động sản tăng lên. Vấn đề quy định mục đích sử dụng vốn cho trái phiếu riêng lẻ cũng dự kiến sẽ rõ ràng hơn trong dự thảo sửa đổi Nghị định về TPRL đang được thực hiện, v.v.;
 - *Thứ tư*, cơ sở nhà đầu tư trái phiếu doanh nghiệp hiện cũng đang được mở rộng qua việc nới lỏng các điều kiện cho các quỹ đầu tư, công ty chứng khoán cũng như việc cải thiện chính sách cho mô hình quỹ hưu trí tự nguyện phát triển, hình thành các mô hình quỹ mới như quỹ bảo lãnh trái phiếu, quỹ hạ tầng, v.v.; và
 - *Thứ năm*, hạ tầng về giao dịch, thông tin tập trung quản lý cơ sở nhà đầu tư đã được thực hiện và tập trung, minh bạch thông tin tài chính, xếp hạng tín nhiệm đã được áp dụng, thông tin về tín giá trái phiếu, v.v. đã phần nào sẵn có hơn.

“

Khả năng huy động và phân bổ hiệu quả nguồn vốn đầu tư dài hạn sẽ là yếu tố then chốt quyết định việc hiện thực hóa các mục tiêu tăng trưởng cao này, bên cạnh các động lực quan trọng khác như nâng cao năng suất lao động, phát triển nguồn nhân lực và thúc đẩy đổi mới sáng tạo theo định hướng hiện nay của Chính phủ”

6

Các nguồn vốn chiến lược cần được “kích hoạt” (Tiếp theo)

■ Vốn vay quốc tế

- Nợ nước ngoài của doanh nghiệp: **~2,2 triệu tỷ VNĐ (~85,7 tỷ USD)** vào cuối 2025. Trong bối cảnh nợ công của Việt Nam còn dư địa tăng thêm nhưng mấu chốt là hiệu quả sử dụng vốn.
- Triển vọng huy động kênh vốn này sẽ cải thiện khi lãi suất toàn cầu giảm và phụ thuộc lớn vào:
 - Nâng mức xếp hạng tín nhiệm quốc gia (hiện ở mức BB+)
 - Cơ chế chính sách nhằm cải thiện Bankability của dự án nhất là các dự án hạ tầng.

■ Huy động vốn cổ phần trên TTCK

- Huy động vốn (bằng tiền mặt) qua kênh cổ phiếu năm 2025: **150,5 nghìn tỷ VNĐ (~5,7 tỷ USD)** – mức kỷ lục trong gần 30 năm lịch sử của TTCKVN.
- Động lực 2026 và các năm tiếp theo: Các thương vụ IPO tiềm năng, doanh nghiệp FDI niêm yết, tiếp tục nâng hạng theo MSCI và hiện thực hóa kết quả từ nâng hạng thị trường chứng khoán nhằm thu hút vốn đầu tư gián tiếp.

“

DNNN của Việt Nam có dư địa tốt để nâng cao hiệu quả và cải thiện quản trị doanh nghiệp theo như tinh thần của Nghị Quyết 79/NQ-TW để có thể cải thiện năng lực hấp thụ vốn và làm tiền đề cho việc huy động vốn cho đầu tư phát triển và tham gia vào các dự án hạ tầng lớn của quốc gia”

7

Thị trường vốn cũng sẽ phát triển bền vững hơn khi có sự cải thiện về khả năng hấp thụ vốn của Doanh nghiệp

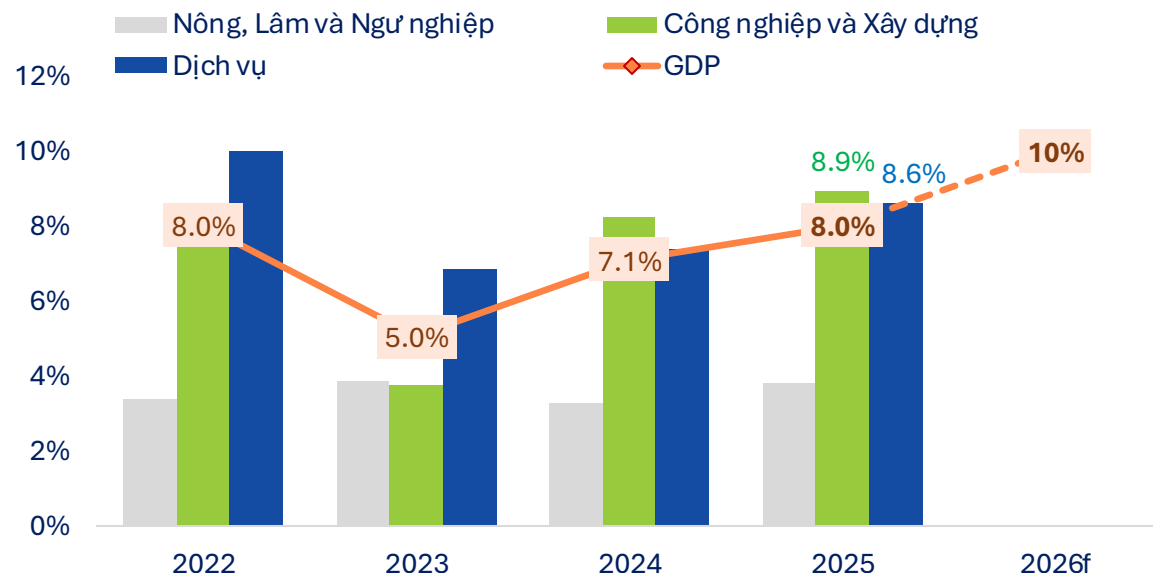
- **Doanh nghiệp Nhà nước (“DNNN”)** về cơ bản có mức độ đòn bẩy thấp hơn các doanh nghiệp tư nhân lớn. Do vậy, yếu tố quan trọng của DNNN là nâng cao hiệu quả, Quản trị doanh nghiệp theo tinh thần của Nghị Quyết 79 để có dư địa để huy động vốn tốt hơn nhằm đẩy mạnh đầu tư.
- **Doanh nghiệp tư nhân lớn** có quy mô dư nợ vay tăng mạnh và sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức khá cao. Do đó, dư địa hấp thụ vốn vay hiện không lớn và công tác quản trị rủi ro tài chính trở nên quan trọng.
- **Doanh nghiệp SME:** Vấn đề là tiếp cận tài chính bởi chỉ khoảng 11% khối doanh nghiệp SME tiếp cận được vốn vay trong khi quy mô nhỏ khó tham gia tiếp cận được thị trường vốn.

Phần 1: **Nhìn lại 2025: Đầu tư là Động lực chính cho Tăng trưởng**



Các ngành gắn với FDI và Đầu tư công đều có đóng góp cao vào tăng trưởng GDP năm 2025

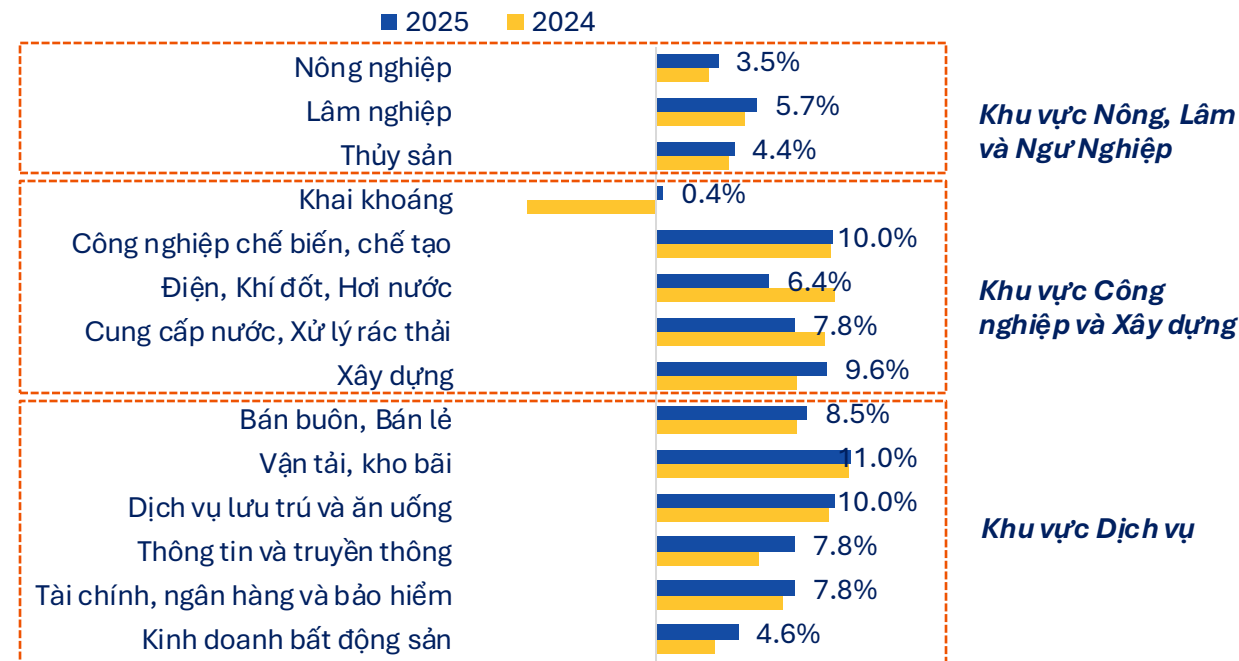
Biểu đồ 1: Tăng trưởng GDP và các lĩnh vực chính, YoY



Nguồn: FiinGroup

- Công nghiệp chế biến – chế tạo là động lực chính đóng góp vào kết quả GDP tăng trưởng 8,02% năm 2025 với mức tăng +10% nhờ đà phục hồi mạnh của hoạt động xuất nhập khẩu và vai trò dẫn dắt của khu vực FDI, đặc biệt ở các ngành điện tử, máy móc và linh kiện và dệt may.
- Xây dựng trở thành trụ cột thứ hai của nền kinh tế với mức tăng trưởng +9,6%, nhờ đầu tư công được đẩy mạnh vào các dự án hạ tầng trọng điểm.
- Năm 2025, quy mô GDP danh nghĩa của Việt Nam đạt 12,85 triệu tỷ đồng (490,1 tỷ USD), gần gấp 3 lần trong giai đoạn 10 năm.

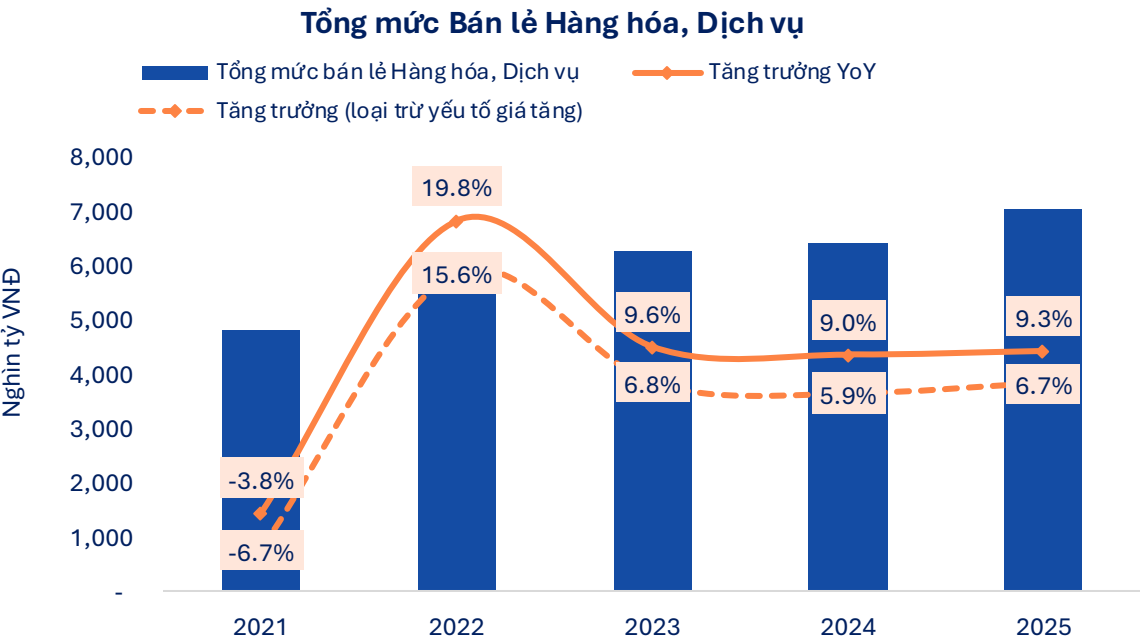
Biểu đồ 2: Công nghiệp và Xây dựng là các trụ cột tăng trưởng 2025



Nguồn: FiinGroup

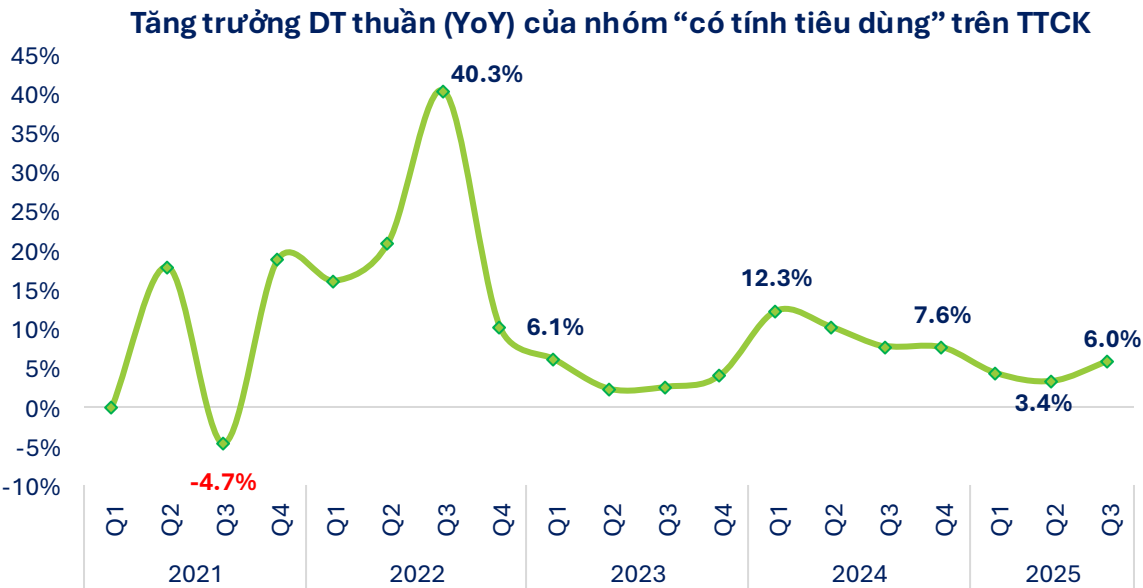
- Năm 2025, ngành Khai khoáng có mức tăng trưởng trở lại do sự cải thiện sản lượng khai thác dầu khí và sản lượng khai thác than.
- Ngành kinh doanh bất động sản ghi nhận mức tăng trưởng còn khiêm tốn trong năm 2025 (+4,6%), dù số lượng dự án được cấp phép mới và khởi công gia tăng. Đóng góp thực chất vào tăng trưởng GDP chỉ được kỳ vọng khi các dự án này bước vào giai đoạn triển khai, qua đó thúc đẩy nhu cầu đối với các ngành liên quan như thép, xi măng và vật liệu xây dựng. Ngược lại, sự sôi động của thị trường thứ cấp với mức tăng giá mạnh có tác động hạn chế đến GDP, do theo nguyên tắc hạch toán, GDP chỉ ghi nhận giá trị gia tăng cuối cùng được tạo ra.

Biểu đồ 3: Tổng mức Bán lẻ Hàng hóa, Dịch vụ tăng trưởng dưới 10% năm thứ 3 liên tiếp



Nguồn: FiinGroup

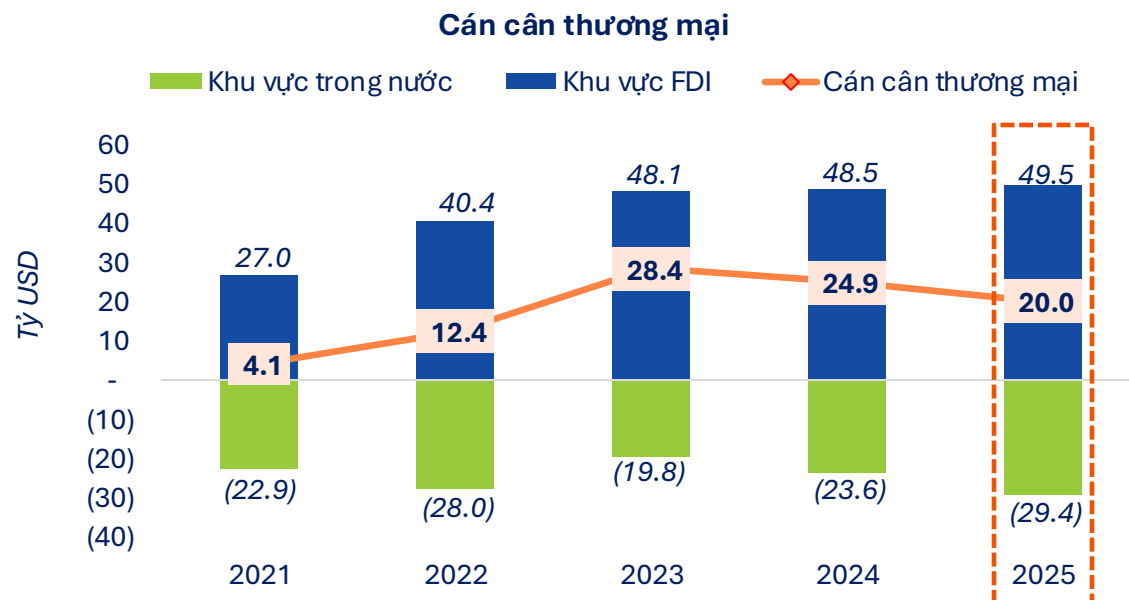
Biểu đồ 4: Tăng trưởng Doanh thu của nhóm doanh nghiệp tiêu dùng niêm yết chứng lại



Nguồn: FiinGroup. Ghi chú: 406 DN niêm yết thuộc các ngành có tính tiêu dùng đại diện 28% tổng vốn hóa nhóm Phi tài chính và có tổng doanh thu thuần Q3/2025 gần 285 nghìn tỷ đồng.

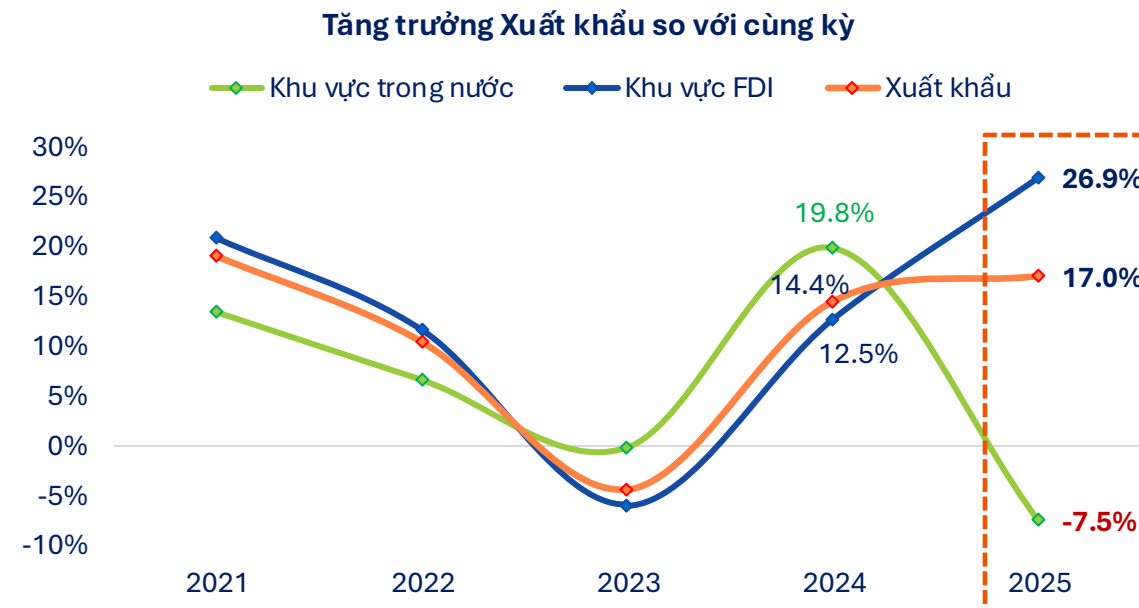
- Tiêu dùng nội địa phục hồi chậm, thể hiện qua mức tăng khiêm tốn của tổng mức Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ (+8,5% YoY, năm thứ 3 liên tiếp duy trì dưới 10%) trong bối cảnh vòng quay tiền trong nền kinh tế chứng lại. Nếu loại trừ yếu tố giá tăng, tổng mức Bán lẻ hàng hóa và dịch vụ ghi nhận mức tăng rất thấp (6%-7%/năm trong 3 năm gần đây).
- Nhóm doanh nghiệp niêm yết thuộc các ngành hàng có tính tiêu dùng (bao gồm Thực phẩm & Đồ uống, Bán lẻ, Hàng cá nhân, Hàng không, Dược phẩm, Giải trí...) ghi nhận tăng trưởng doanh thu khiêm tốn trong 5 quý gần đây, phản ánh sự phục hồi chậm và thiếu bền vững của cầu tiêu dùng nội địa sau giai đoạn tăng mạnh năm 2022 nhờ hiệu ứng nền thấp do ảnh hưởng của Covid - 19.

Biểu đồ 5: Tăng trưởng xuất khẩu và Thặng dư thương mại dựa hoàn toàn vào khối FDI



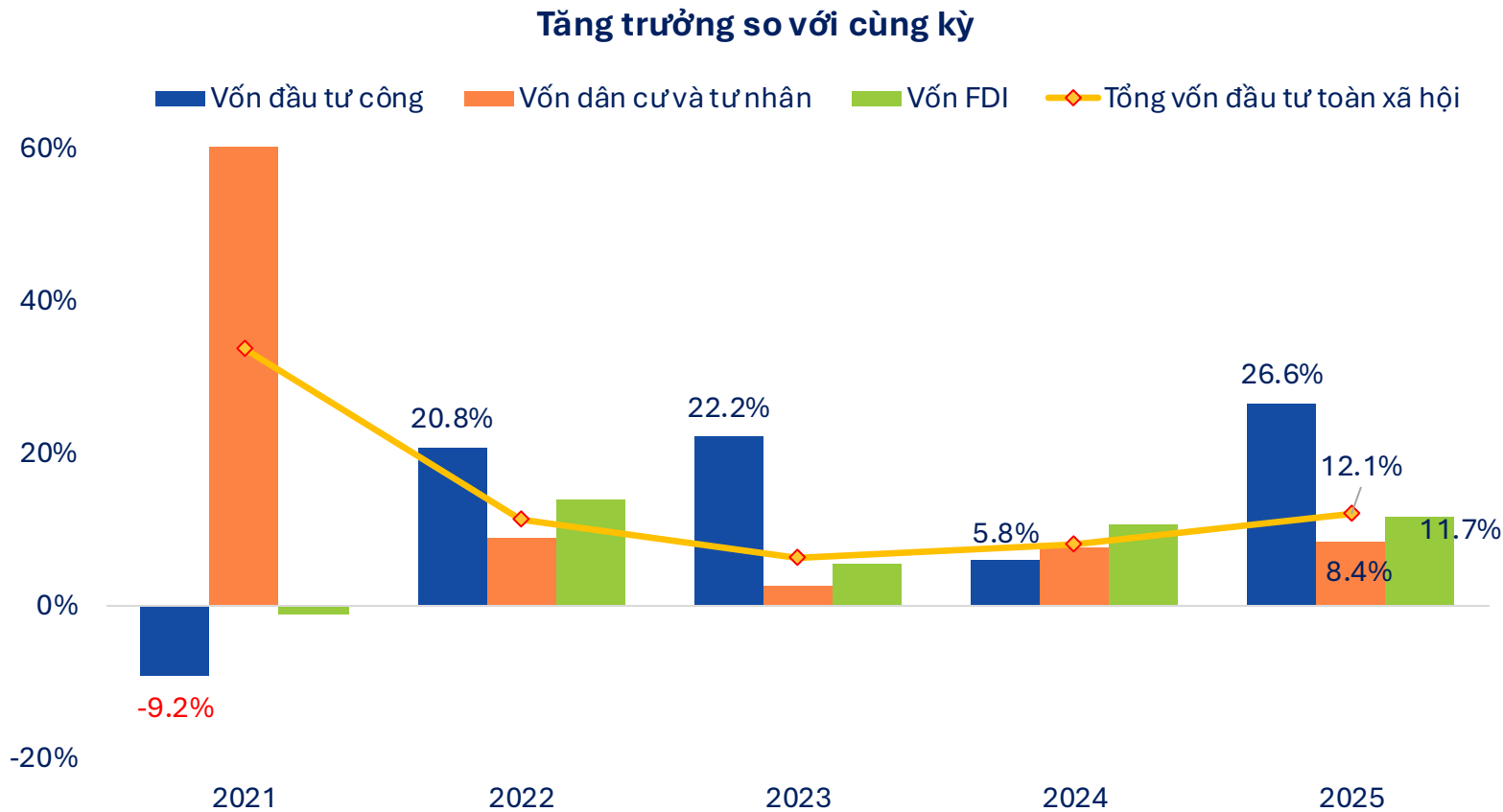
Nguồn: FiinGroup

Biểu đồ 6: Năng lực cạnh tranh yếu, xuất khẩu của nhóm doanh nghiệp nội suy giảm



- Năm 2025, xuất nhập khẩu phục hồi mạnh về quy mô nhưng lệch pha khi tăng trưởng và thặng dư thương mại đến từ nhóm FDI. Ngược lại, khu vực doanh nghiệp trong nước suy yếu dưới tác động của thuế quan, cạnh tranh chi phí và nhu cầu toàn cầu chưa đồng đều.
- Bước sang 2026, động lực xuất khẩu khó lan tỏa rộng, khi tăng trưởng sẽ tiếp tục phụ thuộc vào mở rộng sản xuất của khối FDI và dịch chuyển chuỗi cung ứng, còn triển vọng cải thiện của khu vực nội địa mang tính điều kiện, gắn với nâng cao năng lực cạnh tranh và hiệu quả chính sách hỗ trợ.

Biểu đồ 7: Đầu tư từ dân cư và tư nhân hồi phục chậm (+8,4%), trong khi giải ngân vốn đầu tư công bắt tốc (+26,6%)



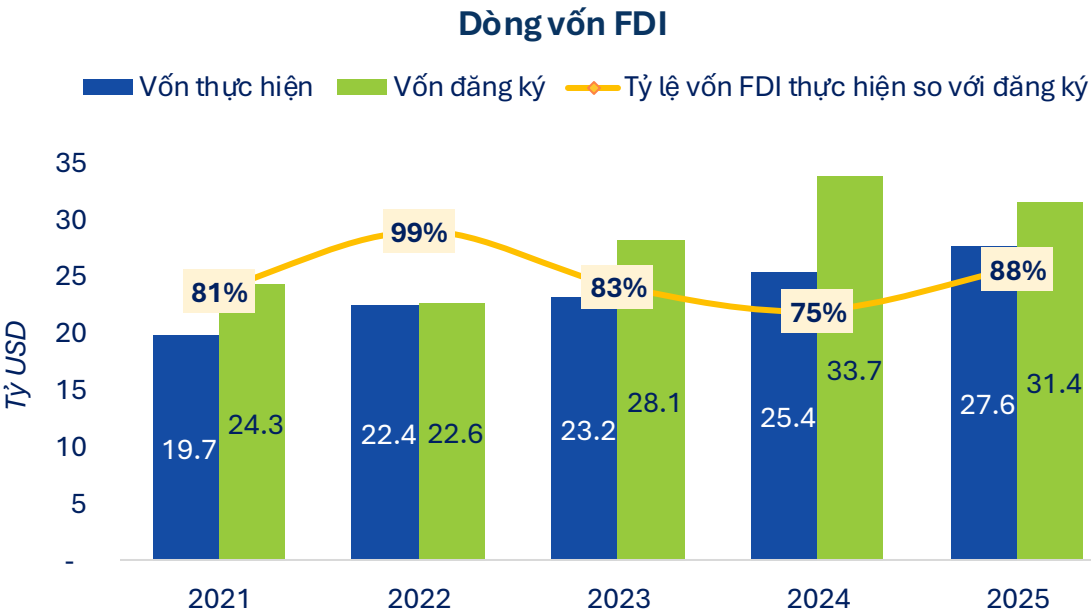
Nguồn: FiinGroup

- Năm 2025, tổng vốn đầu tư toàn xã hội đạt 4,2 triệu tỷ VNĐ (158,3 tỷ USD), tương đương 32,3% GDP và tăng +12,1% so với 2024.
- Khu vực dân cư và tư nhân vẫn là trụ cột khi chiếm 52% tổng vốn đầu tư, nhưng phục hồi chậm với mức tăng trưởng 8,4% năm 2025 mặc dù tốc độ này có cải thiện nhẹ so với 3 năm trước đó, trong khi đầu tư công nổi lên là yếu tố dẫn nhịp với tốc độ tăng vượt trội (+26,6%).
- Nhìn sang 2026, tăng trưởng bền vững sẽ phụ thuộc vào khả năng khơi thông dòng vốn đầu tư tư nhân, khi vai trò “bệ đỡ” của đầu tư công dần đạt giới hạn và hiệu quả sử dụng vốn trở thành biến số then chốt.

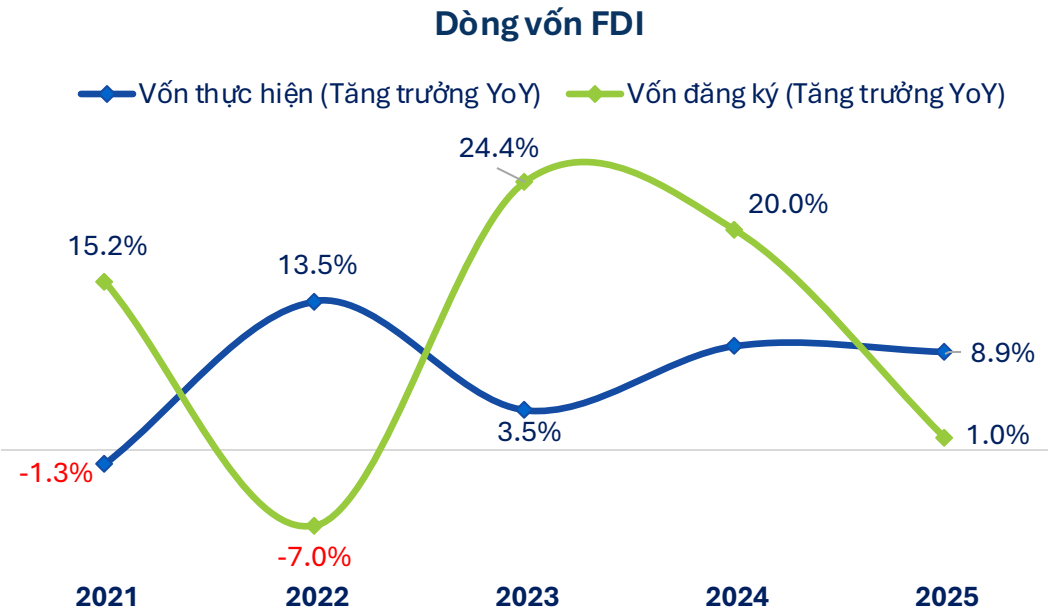
Đầu tư FDI: đăng ký mới giảm nhưng đăng ký thêm tăng mạnh

Đầu tư FDI tăng trưởng mạnh đã giúp tăng trưởng Xuất khẩu của khu vực này trong năm 2025

Biểu đồ 8: Vốn FDI đăng ký, FDI thực hiện và tỷ lệ FDI thực hiện trên vốn đăng ký



Biểu đồ 9: Tăng trưởng hàng năm của FDI đăng ký cấp mới và đăng ký tăng thêm



Nguồn: FiinGroup

- Động lực tăng trưởng FDI trong giai đoạn gần đây đến nhiều hơn từ sự mở rộng của các nhà đầu tư hiện hữu, đóng vai trò trụ cột giúp dòng vốn FDI duy trì ổn định khi thu hút dự án mới gặp khó khăn. Điều này thể hiện ở FDI đăng ký mới giảm trong năm 2025 nhưng FDI đăng ký thêm tăng mạnh gắn với đầu tư bổ sung công suất, hoàn thiện hạ tầng, và phát triển hệ sinh thái hỗ trợ, gắn chặt với chiến lược dài hạn về chuỗi cung ứng và sản xuất khu vực.
- Chất lượng FDI đang dần được nâng cấp, song song với sự chọn lọc ngày càng cao của dòng vốn. Cơ cấu FDI tiếp tục tập trung cao độ vào công nghiệp chế biến, chế tạo và bất động sản phục vụ sản xuất, phản ánh chiến lược “ở lại và mở rộng” của nhà đầu tư nước ngoài sau khi đã thiết lập nền tảng tại thị trường trong nước.

Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

2.1 Tổng quan: Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư

2.2 Vốn Đầu tư công: Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt

2.3 Tín dụng Ngân hàng: Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn

2.4 Thị trường Chứng khoán: Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi

2.5 Vốn FDI: Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao

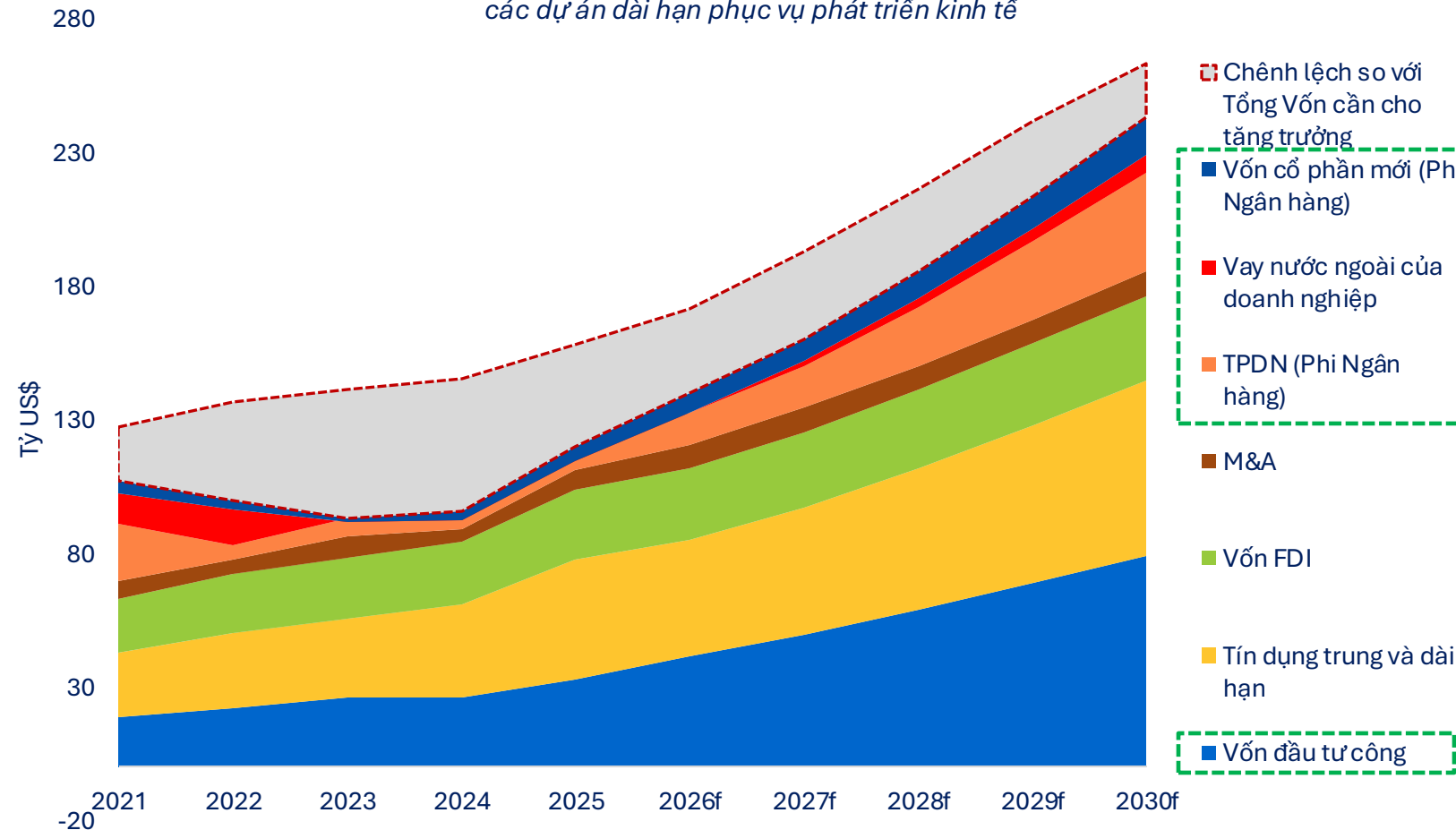
2.6 Trái phiếu Doanh nghiệp: Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng

2.7 Vốn vay Quốc tế: Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn



Biểu đồ 10: Khoảng trống thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư phát triển

Hiện Việt Nam vẫn sử dụng vốn ngắn hạn, bao gồm vốn ngắn hạn tín dụng ngân hàng tài trợ cho các dự án dài hạn phục vụ phát triển kinh tế



Việt Nam có kế hoạch triển khai nhiều dự án hạ tầng quy mô lớn, đòi hỏi nguồn vốn có tính dài hạn để đảm bảo tính bền vững ở cả cấp độ dự án cũng như hệ thống tài chính và nền kinh tế nói chung.

Sau giai đoạn phục hồi, Việt Nam bước vào pha tăng trưởng mới với tham vọng GDP $\geq 10\%$, đòi hỏi quy mô và chất lượng vốn vượt trội so với trước. Để đạt mục tiêu này, tổng vốn đầu tư toàn xã hội cần tiệm cận $\sim 40\%$ GDP, đặt ra yêu cầu cao hơn về cả quy mô và chất lượng vốn trong giai đoạn 2026–2030.

Tuy nhiên, khoảng trống vốn dài hạn cho tăng trưởng vẫn chưa có kênh thay thế rõ ràng:

- Mô hình tăng trưởng hiện vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng (tỷ lệ tín dụng/GDP đã ở mức cao $\sim 146\%$ cuối 2025), trong khi dư địa mở rộng tín dụng bị giới hạn bởi rủi ro hệ thống và yêu cầu ổn định vĩ mô.
- Đầu tư công giữ vai trò dẫn dắt nhưng khó mở rộng mạnh về quy mô, còn FDI chủ yếu nâng năng lực sản xuất hơn là bổ sung thanh khoản tài chính.

Trong bối cảnh đó, việc tái định vị hệ thống huy động vốn theo hướng lấy thị trường vốn – đặc biệt các kênh phi ngân hàng như TPDN – làm trụ cột là điều kiện then chốt để khai mở nguồn vốn dài hạn cho khu vực tư nhân. Việc phát triển đồng bộ các kênh vốn sẽ là điều kiện tiên quyết để hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng cao và bền vững trong giai đoạn tới.

Nguồn: FiinGroup.

Ghi chú: 1. Nguồn vốn hàng năm giai đoạn 2026-2030 là ước tính của FiinGroup; 2. Những phân tích trong báo cáo này chỉ tập trung vào các dòng vốn trung và dài hạn, không bao gồm các kênh huy động vốn ngắn hạn phục vụ vốn lưu động.

Chi tiết các kênh cấp vốn dài hạn chính cho tăng trưởng kinh tế

Việt Nam cần đẩy mạnh phát triển kênh vốn nợ cho đầu tư phát triển kinh tế

Bảng 1: Để đạt tăng trưởng 10%/năm từ 2026 - 2030, nền kinh tế cần hơn 170 - 250 tỷ USD vốn đầu tư hàng năm

STT	Các kênh Vốn trung và dài hạn chính	2022	2023	2024	2025	2026f	2027f	2028f	2029f	2030f
		Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$	Tỷ US\$
1	Vốn đầu tư công Giá trị giải ngân	21.7	25.8	26.0	32.5	41.2	49.2	58.5	69.0	79.0
	Tăng trưởng	20.8%	22.2%	5.8%	26.6%	31.7%	24.0%	23.1%	22.4%	18.8%
2	Tín dụng Ngân hàng Thay đổi Dư nợ cho vay trung & dài hạn	28.5	29.5	34.5	45.4	43.4	48.0	53.3	59.1	65.6
	Tăng trưởng	17.9%	3.4%	17.0%	31.8%	-4.5%	10.7%	11.0%	10.9%	10.9%
3	Vốn FDI Thực hiện FDI	22.2	22.7	24.0	25.9	26.8	28.0	29.3	30.5	31.8
	Tăng trưởng	13.9%	5.4%	10.6%	11.7%	7.2%	8.5%	8.2%	8.0%	8.2%
4	M&A Giá trị M&A từ nước ngoài	5.2	8.5	4.5	7.0	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
	Tăng trưởng	-22.6%	70.5%	-44.3%	60.0%	34.7%	3.9%	3.6%	3.7%	3.7%
5	TPDN Phát hành mới của nhóm Phi tài chính	5.6	6.8	6.7	7.9	12.1	15.5	21.7	29.1	36.9
	Tăng trưởng	-72.2%	23.8%	4.2%	21.5%	58.3%	33.3%	45.2%	39.1%	31.6%
6	Vốn vay nước ngoài (ròng) Thay đổi Dư nợ vay nước ngoài của doanh nghiệp	13.0	(1.9)	(3.3)	(4.0)	-	1.9	3.2	4.8	6.6
	Tăng trưởng	16.9%	-115.3%	-80.8%	-24.6%	-	-	74.4%	54.6%	41.0%
7	Vốn cổ phần Phát hành vốn cổ phần trên TTCK & IPO của nhóm Phi tài chính	3.9	1.8	3.1	4.9	7.1	8.6	10.3	12.2	14.1
	Tăng trưởng	-16.2%	-52.5%	84.0%	62.1%	50.0%	25.1%	24.1%	23.3%	19.5%
TỔNG		100.0	93.1	95.6	119.7	139.8	160.4	185.5	214.0	243.2
VỐN CẦN CHO TĂNG TRƯỞNG		136.7	141.3	145.4	158.3	171.7	192.8	216.5	242.0	263.3
Chênh lệch giữa Các kênh cấp vốn trung & dài hạn chính vs. Vốn cần cho tăng trưởng		(36.7)	(48.1)	(49.9)	(38.7)	(31.9)	(32.4)	(31.0)	(28.1)	(20.1)

Nguồn: FiinGroup.

Ghi chú: Giả định và cơ sở ước tính chính cho dự báo trên, bao gồm: (1) Vốn cần cho tăng trưởng là tổng vốn đầu tư toàn xã hội dựa trên giả định tăng trưởng GDP 10%/năm trong giai đoạn 2026 - 2030; (2) Đầu tư công giải ngân theo kế hoạch, tỷ lệ hoàn thành duy trì ở mức cao (>90%); (3) Tăng trưởng tín dụng ổn định quanh 15-18%/năm; cơ cấu tín dụng trung & dài hạn không thay đổi đáng kể; (4) Phát hành TPDN phi ngân hàng phục hồi từ 2026 và gia tăng dần tỷ trọng trong cơ cấu vốn; (5) FDI giải ngân tăng trưởng ổn định khoảng 7 - 8%/năm; M&A cải thiện so với nền thấp giai đoạn trước; và (6) Tỷ lệ vốn đầu tư toàn xã hội/GDP tăng dần, tiệm cận 40% vào năm 2030.

Triển vọng một số kênh vốn đầu tư trung và dài hạn cho năm 2026

Kế hoạch giải ngân đầu tư công ở mức cao; phát hành TPDN và vốn cổ phần kỳ vọng cải thiện mạnh

Bảng 2: Chi tiết dự báo các kênh cấp vốn chính cho tăng trưởng năm 2026

Kênh cấp vốn chính		Giá trị Thực tế 2025 (Tỷ USD)	Giá trị Dự báo 2026 (Tỷ USD)	Xu hướng		Triển vọng
1	Vốn đầu tư công <i>Giá trị giải ngân</i>	32.5	41.2	↑	31.7%	■ Kỳ vọng ở vai trò dẫn dắt và lan tỏa
2	Tín dụng Ngân hàng <i>Thay đổi Dư nợ Tín dụng trung – dài hạn</i>	45.4	43.4	↓	-4.50%	■ Dư địa tăng thấp do bộ đệm vốn rất mỏng của ngành Ngân hàng
3	Vốn FDI <i>Thực hiện FDI</i>	25.9	29.6	↔	7.20%	■ Ổn định nhưng chờ đợi chất lượng và công nghệ cao
4	M&A <i>M&A từ đối tác nước ngoài</i>	7.0	9.1	↑	34.7%	■ Ổn định nhưng chờ đợi chất lượng và công nghệ cao
5	TPDN <i>Phát hành mới của nhóm Phi ngân hàng</i>	7.9	12.1	↑	58.3%	■ Chính sách rõ ràng hơn và cải thiện hạ tầng
6	Vốn Cổ phần <i>Phát hành Vốn cổ phần trên TTCK & IPO</i>	4.9	7.1	↑	50.0%	■ Tận dụng cơ hội sau nâng hạng và IPO mới
7	Vốn vay nước ngoài của DN <i>Giá trị Thay đổi số dư (ròng)</i>	(4.0)	-		+++	■ Kỳ vọng hưởng lợi từ chu kỳ giảm lãi suất của Fed (đặc biệt khi <3%), vay mới nước ngoài của doanh nghiệp năm 2026 có thể đạt ~5 tỷ USD, hỗ trợ bù đắp nghĩa vụ trả nợ và tái cấp vốn
Tổng cộng		119.7	139.8	↑	16.8%	

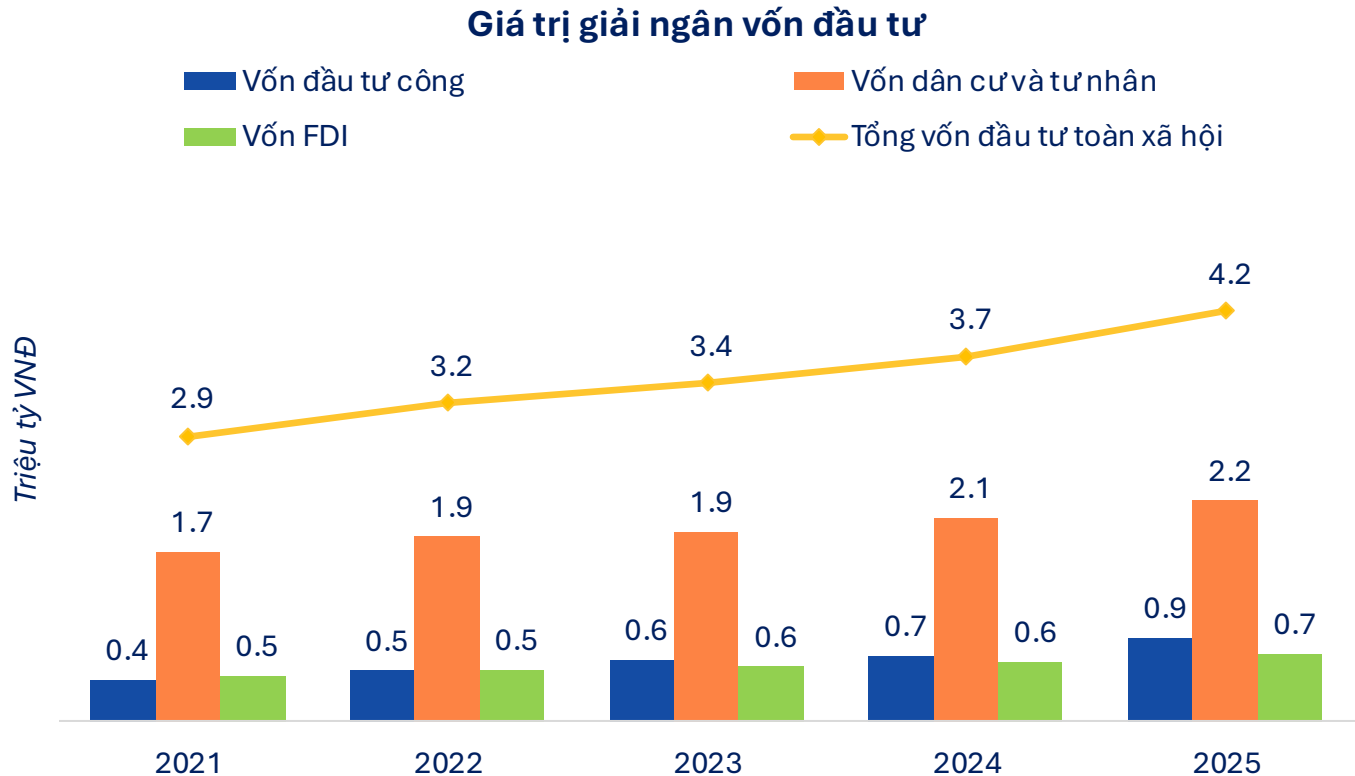
Nguồn: FiinGroup. Số liệu 2026 được dự báo bởi FiinGroup

Triển vọng một số kênh vốn đầu tư trung và dài hạn cho năm 2026

Tuy nhiên, vai trò động lực trung tâm của đầu tư khu vực tư nhân trong tăng trưởng 2026 vẫn còn hạn chế

- Động lực tăng trưởng năm 2026 vẫn phụ thuộc đáng kể vào **đầu tư công và dòng vốn FDI**, gắn liền với triển vọng **xuất khẩu**, trong bối cảnh các động lực truyền thống này tiếp tục đóng vai trò nâng đỡ và giữ nhịp tăng trưởng.
- Trong khi đó, **đầu tư khu vực dân cư và tư nhân** trong nước cải thiện chậm (+8,4% trong năm 2025) và **chưa đủ lực đóng vai trò động lực trung tâm**, trong bối cảnh dư địa mở rộng tín dụng bị giới hạn bởi rủi ro hệ thống (cấu trúc vốn của các ngân hàng chủ yếu là vốn ngắn hạn).

Biểu đồ 11: Đầu tư từ khu vực tư nhân chiếm >50% tổng vốn đầu tư toàn xã hội hàng năm, nhưng hồi phục chậm



Nguồn: FiinGroup

Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

2.1 **Tổng quan:** Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư

2.2 **Vốn Đầu tư công:** Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt

2.3 **Tín dụng Ngân hàng:** Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn

2.4 **Thị trường Chứng khoán:** Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi

2.5 **Vốn FDI:** Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao

2.6 **Trái phiếu Doanh nghiệp:** Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng

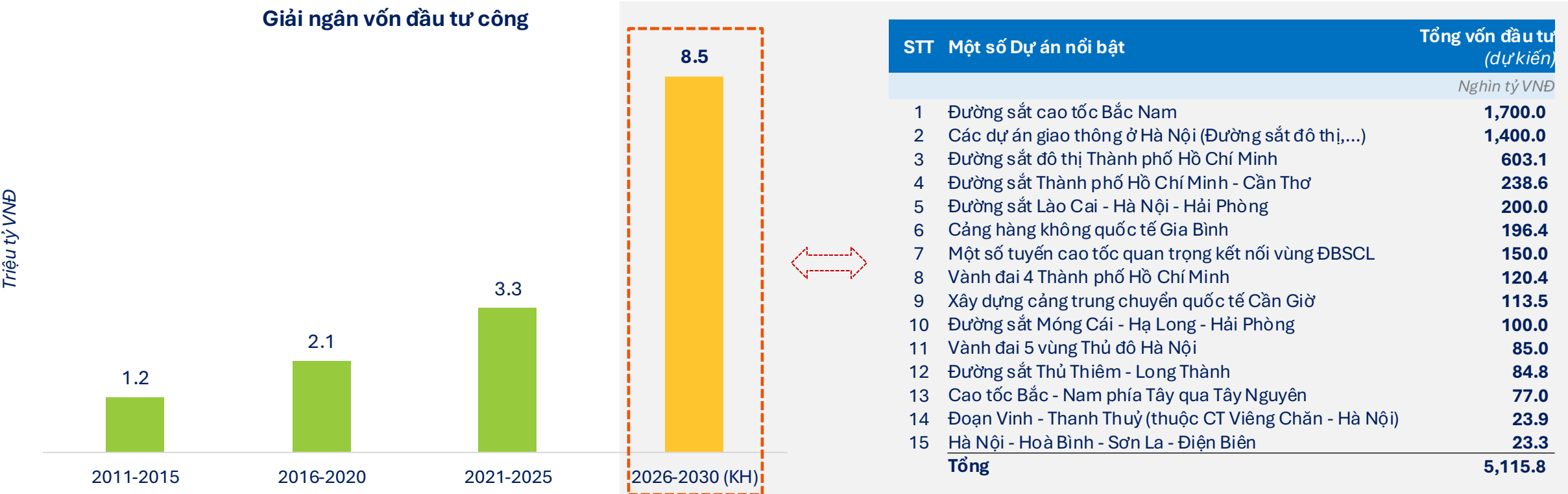
2.7 **Vốn vay Quốc tế:** Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn



Đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 gấp 2,6 lần so với giai đoạn 5 năm trước đó

Phần lớn được giải ngân vào các dự án hạ tầng trọng điểm như Đường sắt, Cao tốc, Cảng biển, Cảng hàng không

Biểu đồ 12: Quy mô vốn đầu tư công giai đoạn 2026 - 2030 dự kiến tăng gấp 4 lần so với mức bình quân của các giai đoạn gần đây



Nguồn: FiinGroup.
Ghi chú: Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2026-2030 là ước tính của Chính phủ trong dự toán Ngân sách nhà nước giai đoạn 2026-2030.

Nguồn: FiinGroup. **Ghi chú:** Danh mục các dự án nổi bật giai đoạn 2026-2030 được tổng hợp từ tài liệu công khai Dự thảo Chương trình Hành động của BCH Trung ương Đảng thực hiện Nghị quyết Đại hội đại biểu toàn quốc lần thứ XIV của Đảng

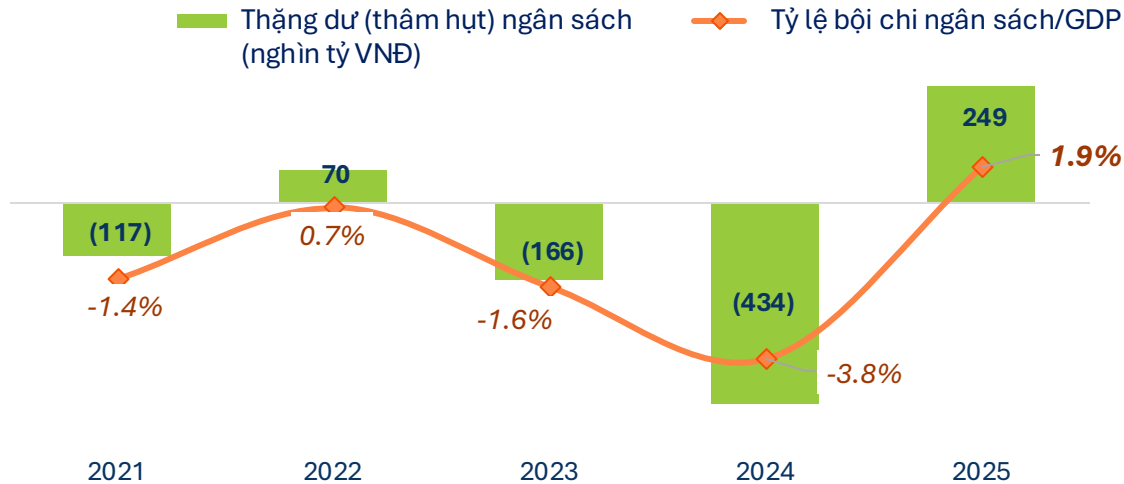
■ Kế hoạch giải ngân vốn đầu tư công giai đoạn 2026 – 2030 cho thấy sự mở rộng mạnh về quy mô, ước khoảng 8,5 triệu tỷ đồng (~315 tỷ USD), cao gấp 4 lần mức bình quân các giai đoạn trước. Nguồn vốn này chủ yếu được phân bổ cho các dự án hạ tầng giao thông liên vùng, qua đó vừa hỗ trợ tăng trưởng trung và dài hạn, vừa đóng vai trò vốn mồi, tạo nền tảng để thu hút và dẫn dắt dòng vốn tư nhân.

Việt Nam còn nhiều dư địa chính sách tài khóa để thúc đẩy tăng trưởng...

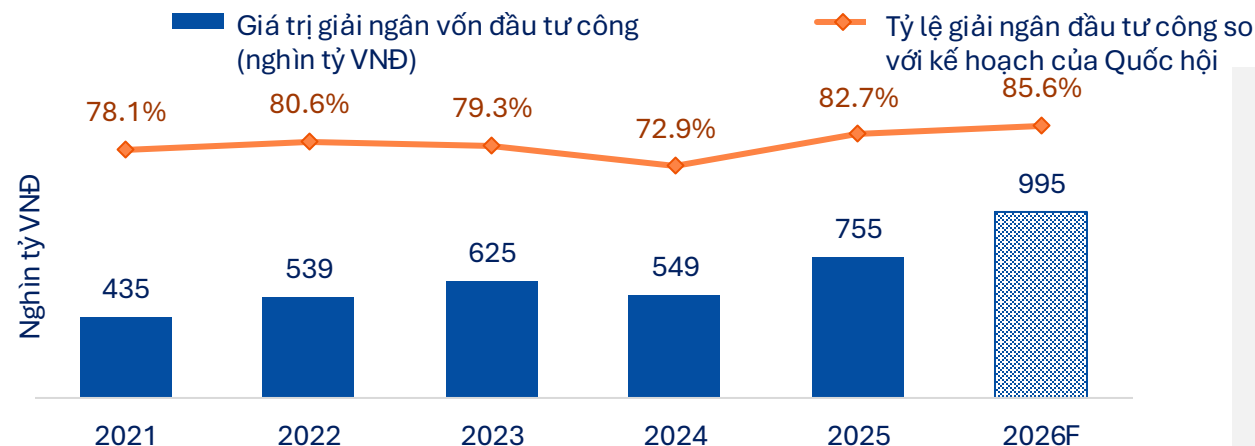
...thông qua sử dụng hiệu quả vốn đầu tư công và kiểm soát nợ công trong giới hạn an toàn

FiinGroup

Biểu đồ 13: Ngân sách nhà nước quay lại trạng thái thặng dư sau nhiều năm thâm hụt

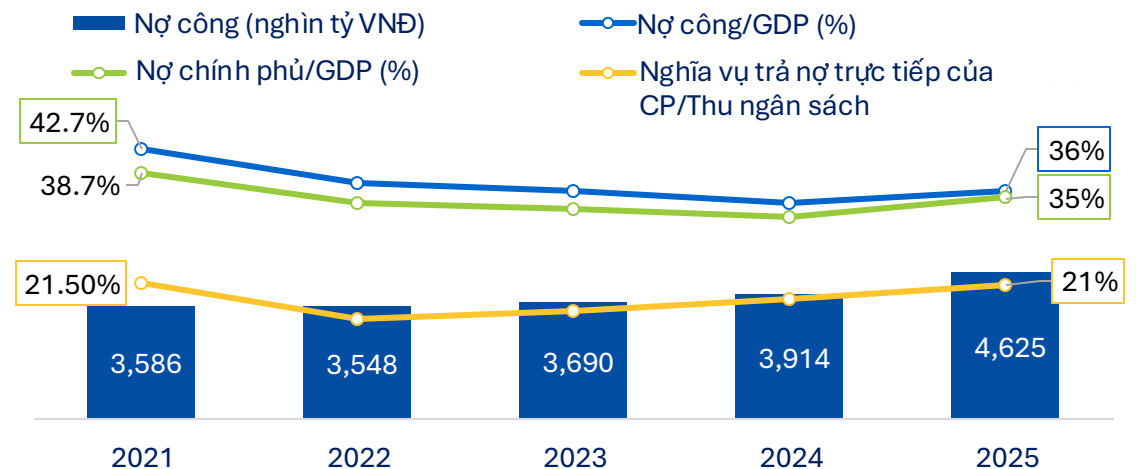


Biểu đồ 15: Tốc độ và quy mô giải ngân đầu tư công dần cải thiện



Nguồn: FiinGroup.

Biểu đồ 14: Các chỉ số về nợ công được kiểm soát và duy trì thấp hơn đáng kể so với mức trần nợ công cho phép của Quốc Hội



Nguồn: FiinGroup.

Ghi chú: Mức trần cho phép của Quốc Hội đối với tỷ lệ Nợ Chính phủ/GDP là 50%, Nợ công/GDP là 60% và Nghĩa vụ trả nợ trực tiếp của CP/Thu ngân sách là 25%

- Các chỉ số về nợ công khá an toàn của Việt Nam cho thấy dư địa chính sách tài khóa vẫn ở mức tương đối rộng. Năm 2025, ngân sách Nhà nước quay lại trạng thái thặng dư lần đầu tiên trong vòng 5 năm trở đây. Các chỉ số về nợ công và nghĩa vụ trả nợ tiếp tục được duy trì thấp hơn đáng kể so với các ngưỡng an toàn.
- Cùng với xu hướng cải thiện của hiệu quả giải ngân đầu tư công, cơ cấu nợ công hiện tại cho phép chính sách tài khóa đóng vai trò hỗ trợ tích cực cho tăng trưởng theo hướng có kiểm soát. Điều này giúp hỗ trợ cho chính sách tiền tệ và củng cố nền tảng ổn định vĩ mô trong trung hạn.

Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

2.1 **Tổng quan:** Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư

2.2 **Vốn Đầu tư công:** Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt

2.3 **Tín dụng Ngân hàng:** Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn

2.4 **Thị trường Chứng khoán:** Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi

2.5 **Vốn FDI:** Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao

2.6 **Trái phiếu Doanh nghiệp:** Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng

2.7 **Vốn vay Quốc tế:** Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn

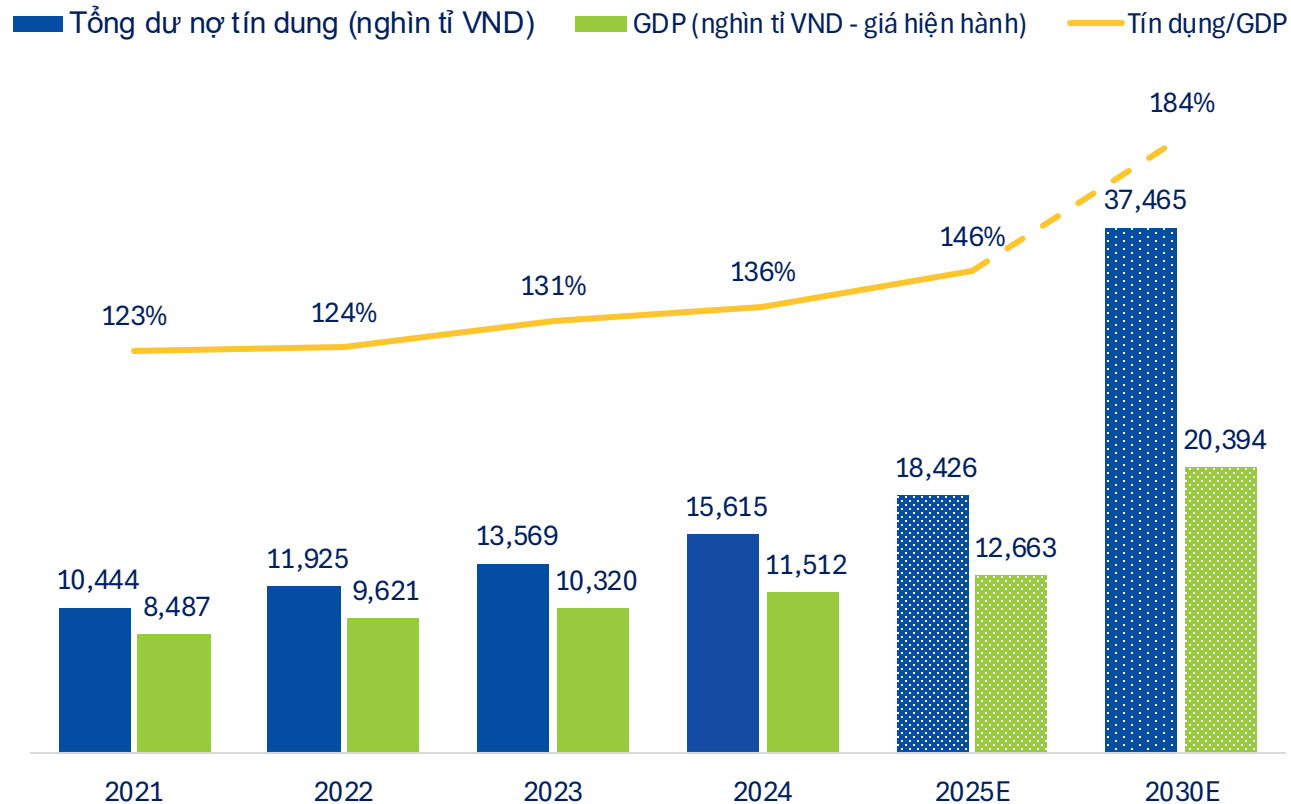


Năng lực cấp vốn dài hạn của NHTM đang tiệm cận giới hạn an toàn

Duy trì tăng trưởng tín dụng hiện tại sẽ đẩy rủi ro hệ thống lên mức không bền vững

Biểu đồ 16: Tỷ lệ tín dụng/GDP qua các năm

Đòn bẩy tín dụng đang tiến gần ngưỡng rủi ro của nền kinh tế



Nguồn: Cục Thống kê, NHNN, FiinGroup ước tính

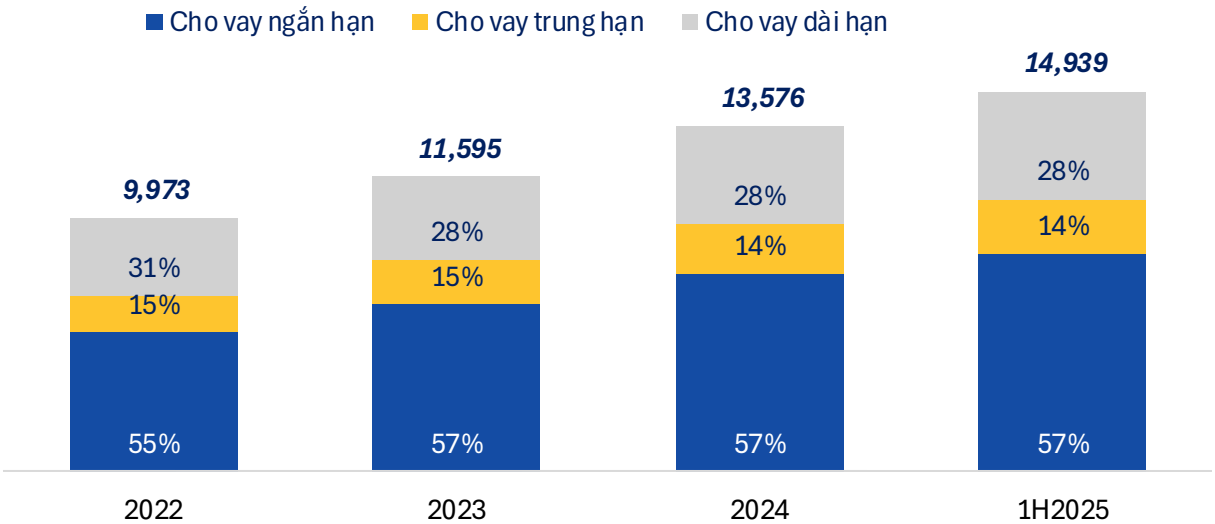
- Hệ thống ngân hàng hiện vẫn là kênh dẫn vốn chủ đạo của nền kinh tế, đặc biệt đối với khu vực doanh nghiệp vừa và nhỏ, khiến tăng trưởng kinh tế phụ thuộc lớn vào mở rộng tín dụng.
- Tuy nhiên, mô hình tăng trưởng dựa chủ yếu vào mở rộng tín dụng đang tiệm cận giới hạn an toàn. Cụ thể, nếu duy trì tốc độ tăng trưởng tín dụng khoảng ~16%/năm để hỗ trợ mục tiêu GDP tăng 8–10%/năm, tỷ lệ tín dụng/GDP sẽ vượt 180% vào cuối thập kỷ và tiệm cận/vượt 200% sau năm 2030.
- Mức độ đòn bẩy này vượt xa ngưỡng an toàn của một nền kinh tế mới nổi, làm gia tăng rủi ro đối với ổn định tài chính và khả năng chống chịu của hệ thống ngân hàng.
- Trong bối cảnh CAR chịu áp lực, rủi ro tài sản tích tụ và yêu cầu kiểm soát lạm phát gia tăng, việc tiếp tục dựa vào mở rộng tín dụng để đạt tăng trưởng cao không còn là lựa chọn bền vững.
- Điều này cho thấy tăng trưởng giai đoạn tới không thể tiếp tục được “tài trợ” chủ yếu bằng tín dụng ngân hàng, mà cần sự dịch chuyển căn bản sang các kênh dẫn vốn khác.

Tín dụng tăng cao nhưng năng lực cấp vốn trung-dài hạn còn hạn chế

Do lệch pha kỳ hạn khiến ngân hàng khó trở thành nguồn vốn dài hạn cho tăng trưởng cao

Biểu đồ 17: Cơ cấu tín dụng của hệ thống NHTM Việt Nam

Ngân hàng khó đáp ứng nhu cầu vốn dài hạn ngày càng lớn của nền kinh tế.



Nguồn: FiinGroup. Ghi chú: Số liệu tổng hợp từ báo cáo tài chính của 28 NHTM

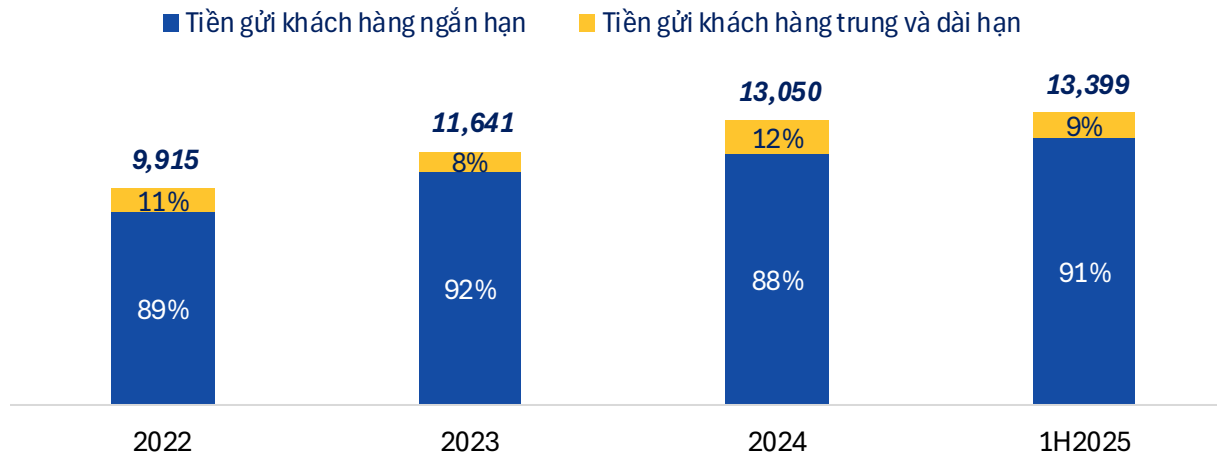
- Tuy nhiên, cơ cấu tín dụng vẫn nghiêng mạnh về cho vay ngắn hạn (trên 55%), trong khi tỷ trọng cho vay trung – dài hạn gần như không cải thiện trong giai đoạn 2022 – 1H2025.
- Điều này phản ánh sự lệch pha cấu trúc giữa: (1) Nhu cầu vốn trung – dài hạn của khu vực sản xuất – đầu tư, và (2) Khả năng cung ứng vốn của hệ thống ngân hàng.
- Lệch pha kỳ hạn không phải vấn đề chu kỳ, mà là giới hạn mang tính cấu trúc của tín dụng ngân hàng. Do đó, ngân hàng không phải kênh phù hợp để gánh vai trò tài trợ dài hạn cho mục tiêu tăng trưởng cao kéo dài.

Cơ cấu huy động tiền gửi cũng chưa đáp ứng năng lực cấp vốn dài hạn

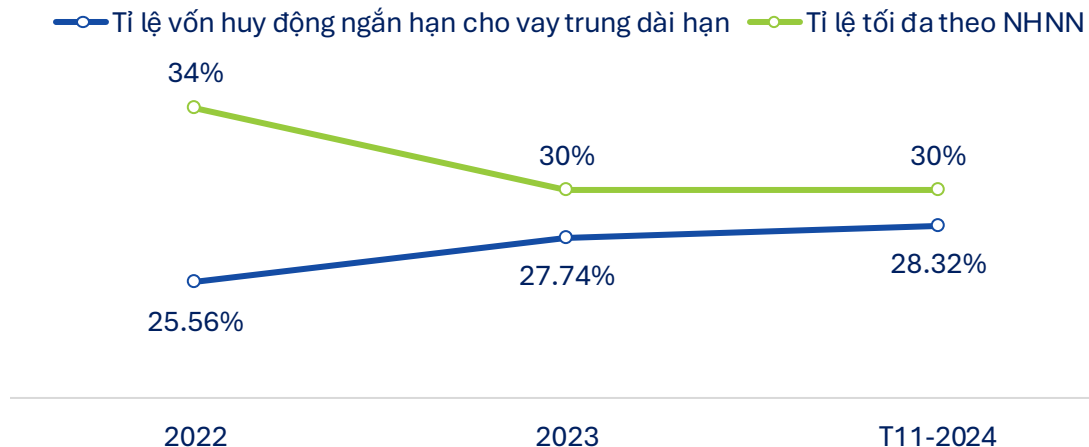
Nguồn vốn ngắn hạn chi phối làm thu hẹp dư địa cho vay trung – dài hạn của hệ thống ngân hàng

FiinGroup

Biểu đồ 18: Tiền gửi khách hàng theo kỳ hạn của 28 ngân hàng (nghìn tỷ VND)



Biểu đồ 16: Tỷ lệ vốn huy động ngắn hạn cho vay trung dài hạn



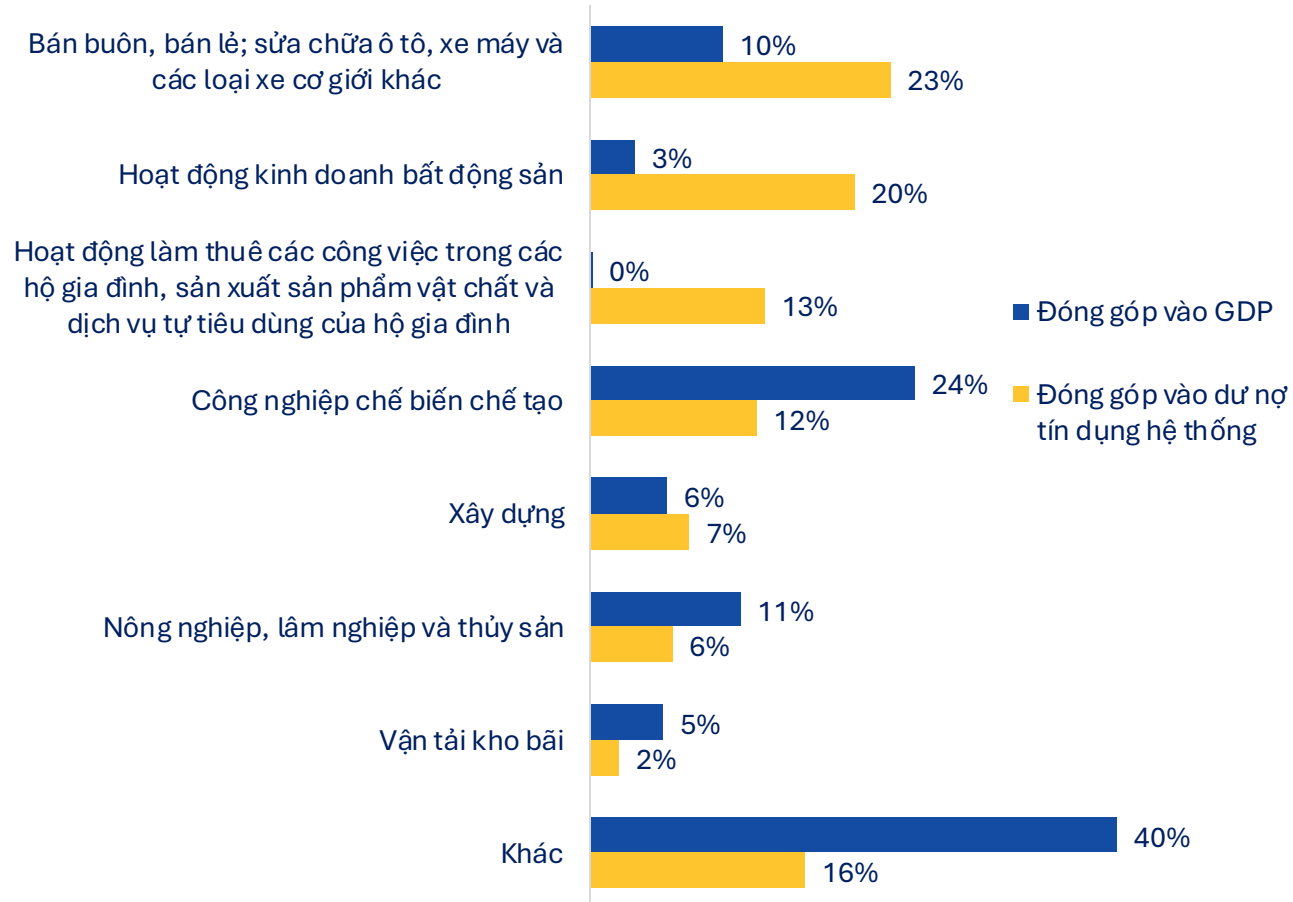
Nguồn: FiinGroup, NHNN

- Nguồn vốn huy động của hệ thống NHTM vẫn phụ thuộc áp đảo vào tiền gửi ngắn hạn (xấp xỉ 90%), trong khi tiền gửi trung – dài hạn chiếm tỷ trọng rất thấp và không có xu hướng cải thiện rõ rệt.
- Tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung – dài hạn tiệm cận trần quy định của NHNN, khiến dư địa mở rộng tín dụng dài hạn bị thu hẹp về mặt thanh khoản và an toàn hệ thống.
- Dù quy mô tín dụng tiếp tục tăng, khả năng chuyển hóa sang vốn trung – dài hạn bị giới hạn bởi cấu trúc huy động, thay vì bởi nhu cầu hay cầu tín dụng.
- Điều này cho thấy giới hạn mang tính cấu trúc: ngân hàng có thể hỗ trợ tăng trưởng trong ngắn hạn, nhưng khó trở thành trụ cột vốn dài hạn cho mục tiêu tăng trưởng cao và kéo dài.
- Trong bối cảnh đó, đa dạng hóa các kênh huy động vốn dài hạn ngoài ngân hàng là điều kiện cần thiết để hỗ trợ đầu tư tư nhân và giảm áp lực lên hệ thống ngân hàng.

Phân bổ tín dụng theo ngành – vấn đề hiệu quả sử dụng vốn

Phân bổ tín dụng thiên về các ngành phi sản xuất và có sự lệch pha so với tỷ trọng đóng góp cho GDP

Biểu đồ 19: Đóng góp của các ngành vào GDP và dư nợ tín dụng, 9 tháng năm 2025



- Cơ cấu tín dụng theo ngành đang lệch đáng kể so với cơ cấu đóng góp GDP trong 9T/2025. Tín dụng tập trung cao vào bất động sản (20% dư nợ so với 3% GDP) và thương mại - dịch vụ (23% dư nợ so với 10% GDP).
- Ngược lại, công nghiệp chế biến - chế tạo đóng góp khoảng 24% GDP nhưng chỉ chiếm 12% dư nợ tín dụng, trong khi nông nghiệp và vận tải cũng nhận tỷ trọng tín dụng thấp hơn vai trò trong tăng trưởng.
- Sự lệch pha này phản ánh ưu tiên cho vay dựa trên tài sản bảo đảm và đặc thù rủi ro ngành, hơn là phân bổ vốn theo hiệu quả và động lực tăng trưởng dài hạn.
- Do đó, không chỉ quy mô tín dụng, mà cấu trúc phân bổ tín dụng theo ngành và theo động lực tăng trưởng cần được theo dõi chặt chẽ, trong bối cảnh dư địa vốn và CAR ngày càng bị ràng buộc.

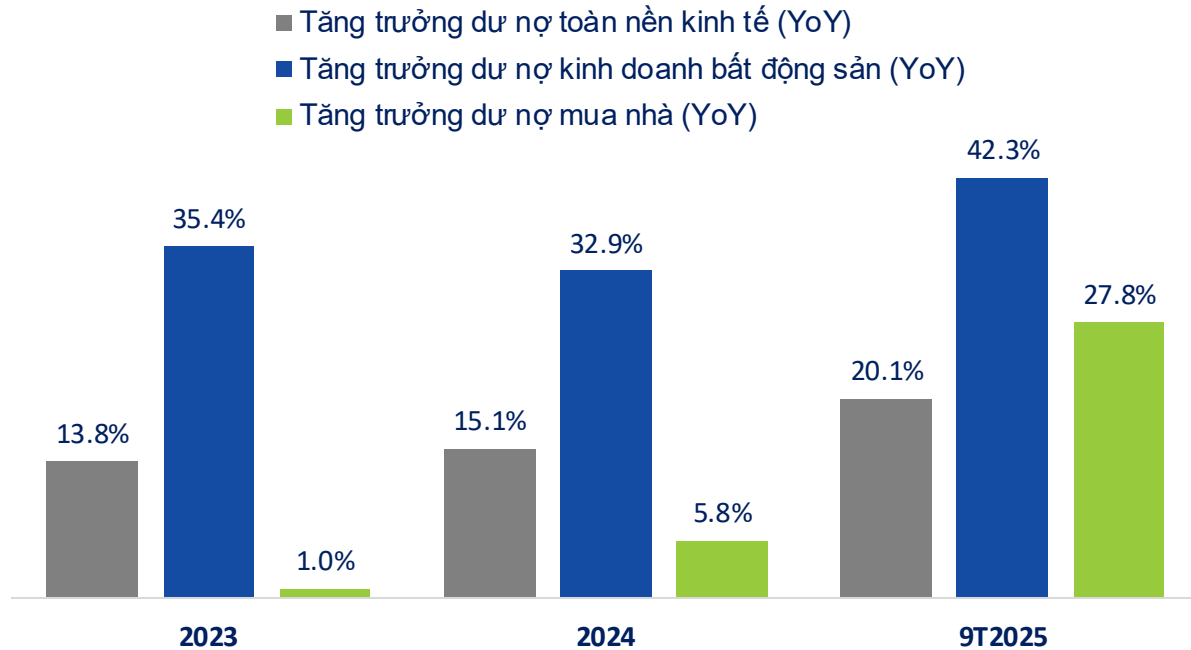
Nguồn: NHNN, Tổng cục Thống kê, FiinGroup tổng hợp

Phân bổ và tăng trưởng cao của tín dụng vào lĩnh vực bất động sản

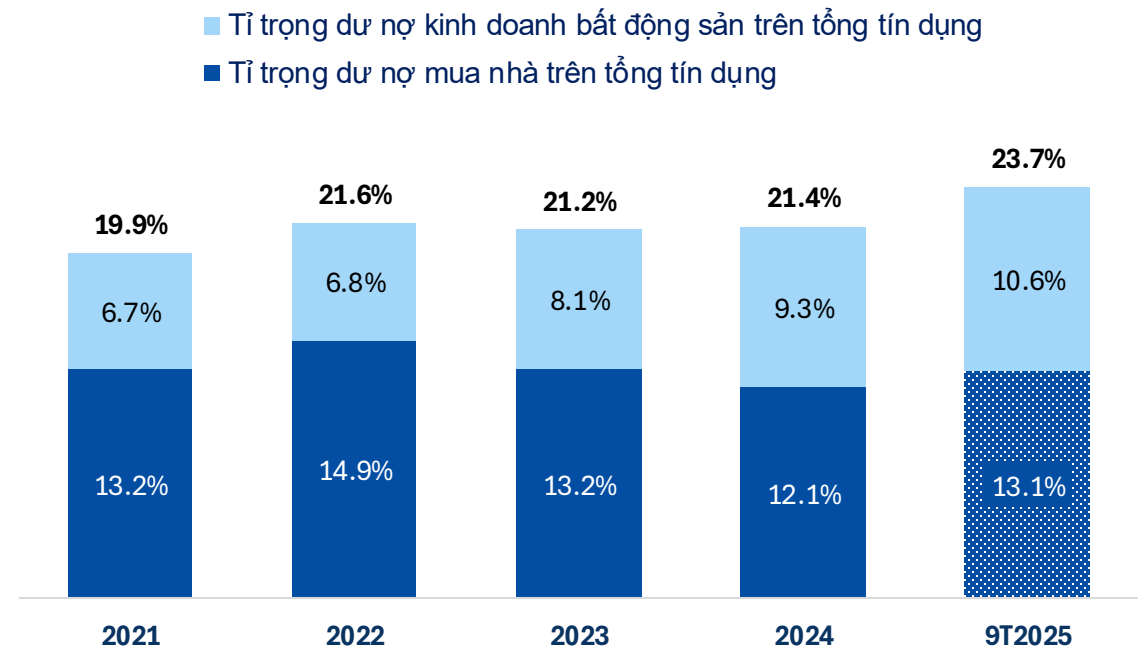
Làm giảm năng lực cấp vốn trung-dài hạn cho các lĩnh vực còn lại

FiinGroup

Biểu đồ 20: Tăng trưởng tín dụng dư nợ toàn nền kinh tế và dư nợ bất động sản



Biểu đồ 21: Cơ cấu tín dụng bất động sản trong tổng tín dụng toàn ngành



Nguồn: NHNN, FiinGroup

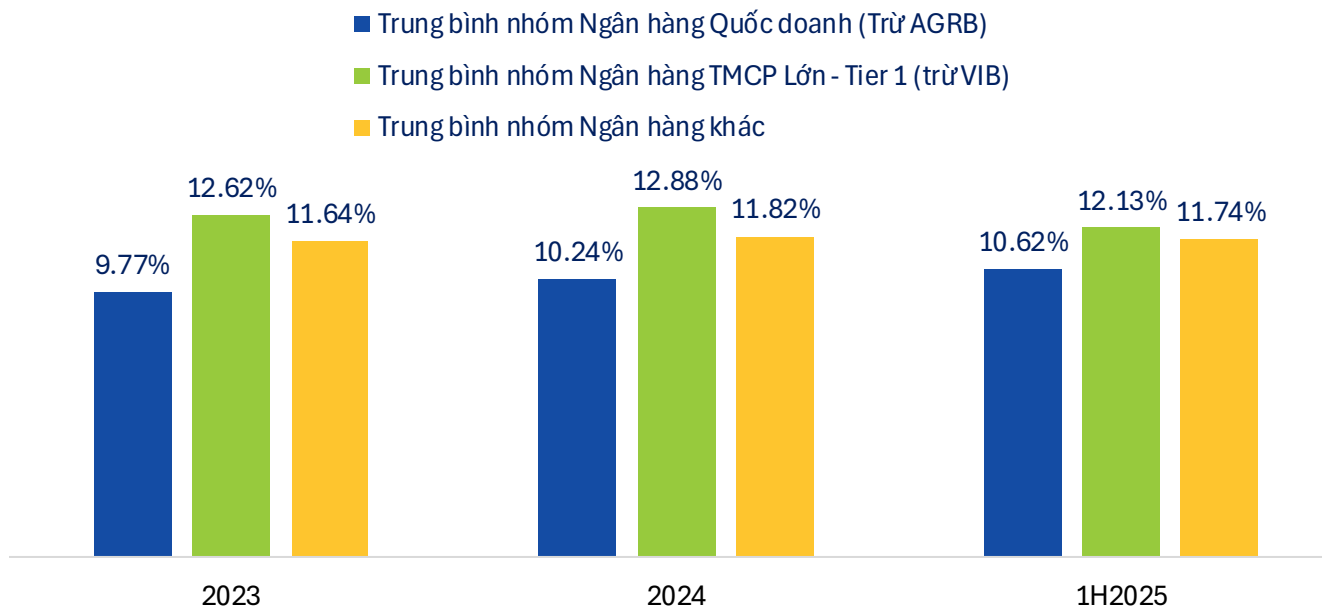
- Giai đoạn 2023 – 9T/2025, tín dụng bất động sản tăng nhanh vượt trội so với tín dụng toàn nền kinh tế, cho thấy dòng vốn tiếp tục ưu tiên tài sản hơn là các hoạt động sản xuất - kinh doanh tạo giá trị gia tăng dài hạn.
- Xu hướng này diễn ra trong bối cảnh dư địa tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ngày càng thu hẹp, hàm ý điểm nghẽn không nằm ở quy mô tín dụng, mà ở cấu trúc phân bổ tín dụng theo ngành.
- Việc tập trung tín dụng vào bất động sản làm gia tăng RWA và rủi ro chu kỳ, đặc biệt khi thị trường phục hồi không đồng đều và thanh khoản vẫn phụ thuộc lớn vào tín dụng ngân hàng, qua đó tạo áp lực lên CAR và năng lực cấp vốn trung - dài hạn cho các lĩnh vực còn lại.

Năng lực vốn tự có thấp cũng giới hạn năng lực cấp tín dụng trung-dài hạn

Năng lực vốn tự có của hệ thống NHTM đang là ràng buộc cứng đối với tăng trưởng tín dụng

Biểu đồ 22: Chỉ số an toàn vốn của ngành ngân hàng

Năng lực vốn tự có đang trở thành trăn trở tự nhiên của tăng trưởng tín dụng



Nguồn: NHNN, FiinGroup ước tính

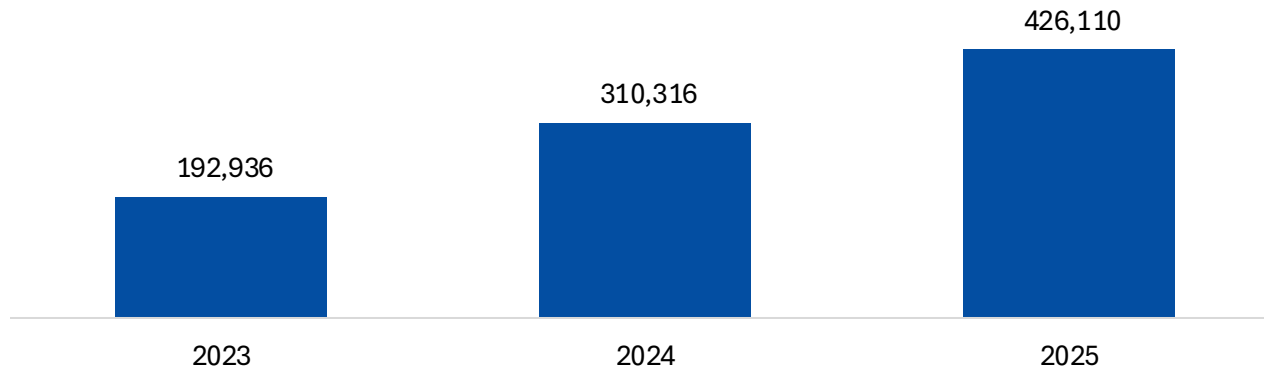
- Khi tiến tới cơ chế phân bổ tín dụng theo thị trường (giảm dần vai trò “room tín dụng”), tỷ lệ an toàn vốn (CAR) trở thành công cụ kiểm soát tăng trưởng tín dụng cốt lõi thay cho biện pháp hành chính.
- Tuy nhiên, dữ liệu cho thấy hệ số an toàn vốn (CAR) của hệ thống ngân hàng chỉ duy trì ở mức vừa trên ngưỡng tối thiểu, với sự phân hóa rõ rệt giữa các nhóm ngân hàng.
- Trong bối cảnh tài sản có rủi ro tiếp tục gia tăng, dư địa mở rộng tín dụng không còn phụ thuộc vào “nới room”, mà phụ thuộc trực tiếp vào khả năng bổ sung vốn tự có, đặc biệt là vốn cấp 1.
- Áp lực tăng trưởng tín dụng cao sẽ nhanh chóng chuyển hóa thành áp lực lên CAR, đặc biệt đối với các ngân hàng có nền tảng vốn mỏng.
- Do đó, tăng trưởng tín dụng trong giai đoạn tới không còn là bài toán phân bổ hạn mức, mà trở thành bài toán về năng lực vốn của từng ngân hàng.

TĂNG VỐN: ĐIỀU KIỆN CỐT LÕI ĐỂ MỞ RỘNG DƯ ĐỊA TÍN DỤNG

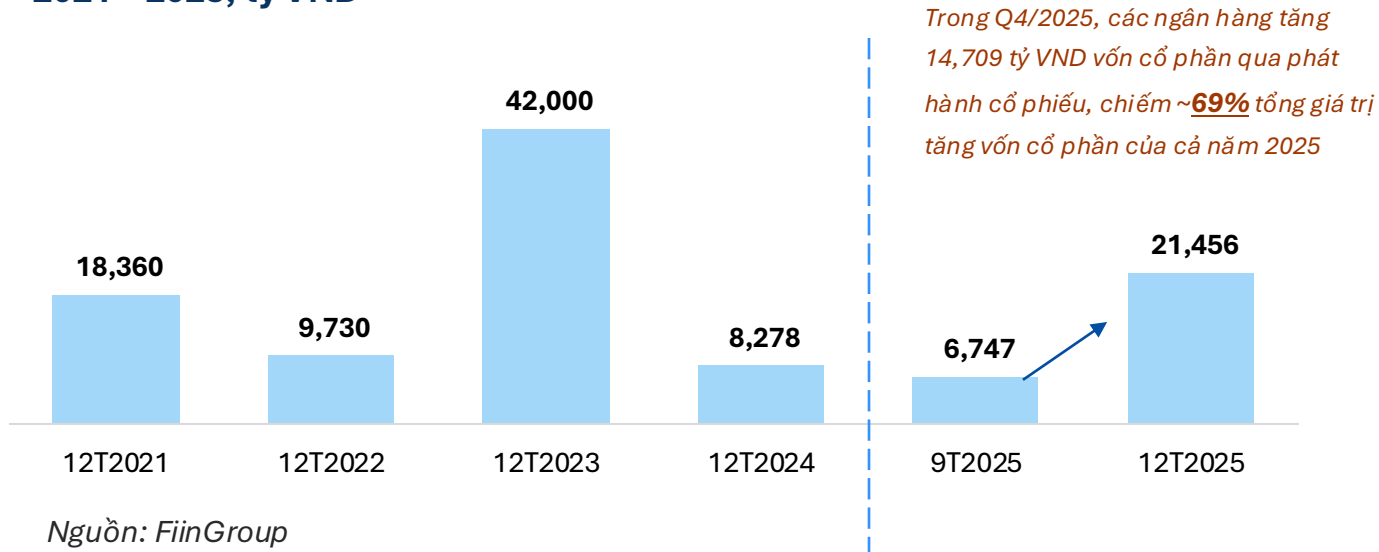
CAR sát ngưỡng khiến ngân hàng phải dựa vào vốn cấp 2 để duy trì tăng trưởng

FiinGroup

Biểu đồ 23: Giá trị trái phiếu phát hành bởi các ngân hàng qua từng năm, 2023 – 2025, tỷ VND



Biểu đồ 24: Giá trị tăng vốn cổ phần từ phát hành cổ phiếu của các ngân hàng, 2021 – 2025, tỷ VND



Nguồn: FiinGroup

Trong bối cảnh CAR của hệ thống chỉ ở mức sát ngưỡng an toàn, các ngân hàng đã đẩy mạnh phát hành trái phiếu từ ~193 nghìn tỷ VND (2023) lên ~426 nghìn tỷ VND (2025), trong khi tăng vốn cổ phần năm 2025 chỉ đạt ~21.5 nghìn tỷ VND và tập trung tới ~69% vào Q4/2025, cho thấy dư địa nới tăng trưởng tín dụng trung - dài hạn vẫn chủ yếu phụ thuộc vào vốn nợ hơn là vốn tự có.

Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

2.1 **Tổng quan:** Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư

2.2 **Vốn Đầu tư công:** Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt

2.3 **Tín dụng Ngân hàng:** Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn

2.4 **Thị trường Chứng khoán:** Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi

2.5 **Vốn FDI:** Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao

2.6 **Trái phiếu Doanh nghiệp:** Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng

2.7 **Vốn vay Quốc tế:** Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn



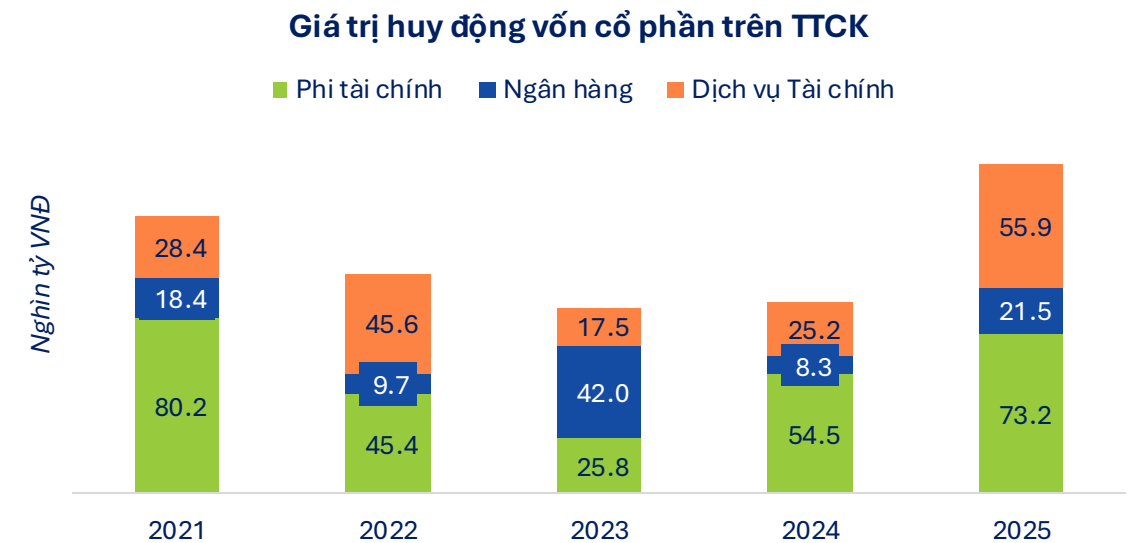
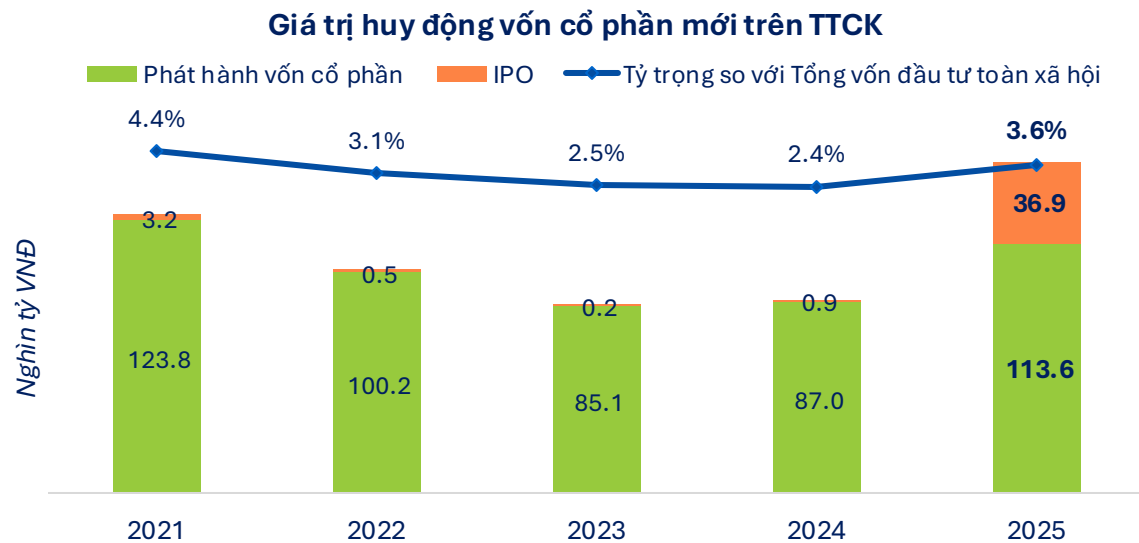
Huy động vốn qua TTCK đạt “kỷ lục mọi thời đại” trong năm 2025 nhưng...

... huy động vốn trực tiếp của khối doanh nghiệp phi ngân hàng vẫn có quy mô khiêm tốn

FiinGroup

Biểu đồ 25: Giá trị huy động vốn cổ phần năm 2025 đạt mức cao kỷ lục hơn 150 nghìn tỷ đồng

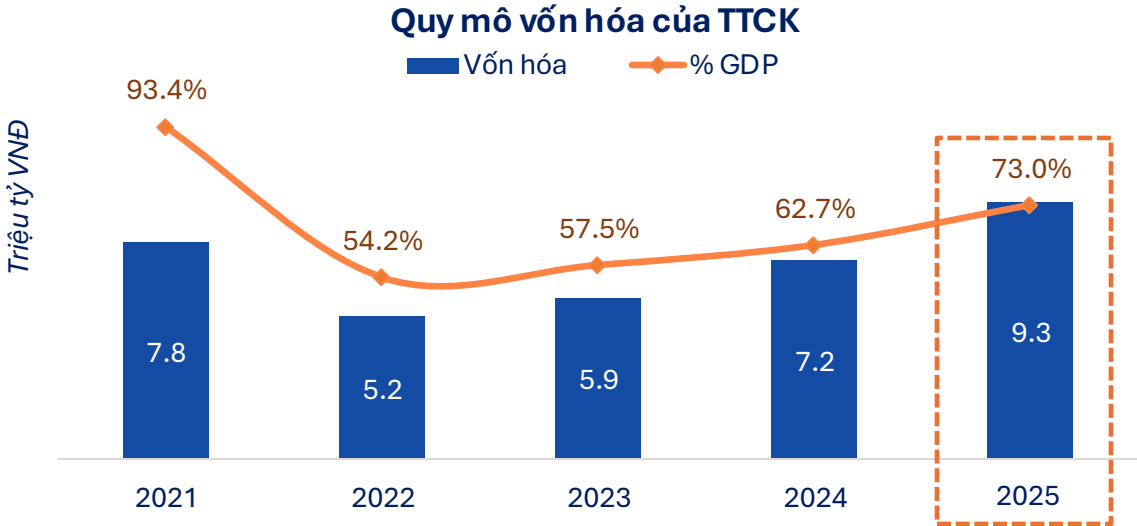
Biểu đồ 26: Tuy nhiên, huy động vốn cổ phần tập trung ở nhóm Tài chính (Ngân hàng, Chứng khoán)



Nguồn: FiinGroup

- Huy động vốn cổ phần năm 2025 đạt mức cao kỷ lục, ước khoảng 150,5 nghìn tỷ VNĐ (5,7 tỷ USD), vượt xa đỉnh năm 2021 (127 nghìn tỷ VNĐ), qua đó góp phần mở rộng quy mô thị trường. Tuy nhiên, xét trên tương quan với quy mô nền kinh tế và nhu cầu vốn trung– dài hạn, kênh vốn cổ phần vẫn còn khá khiêm tốn (<5% trong 5 năm gần đây).
- Đáng chú ý, giá trị huy động vốn mới qua TTCK năm 2025 vẫn tập trung ở một số ngành như Ngân hàng, Chứng khoán và Bất động sản, cho thấy mức độ đa dạng hóa còn hạn chế.

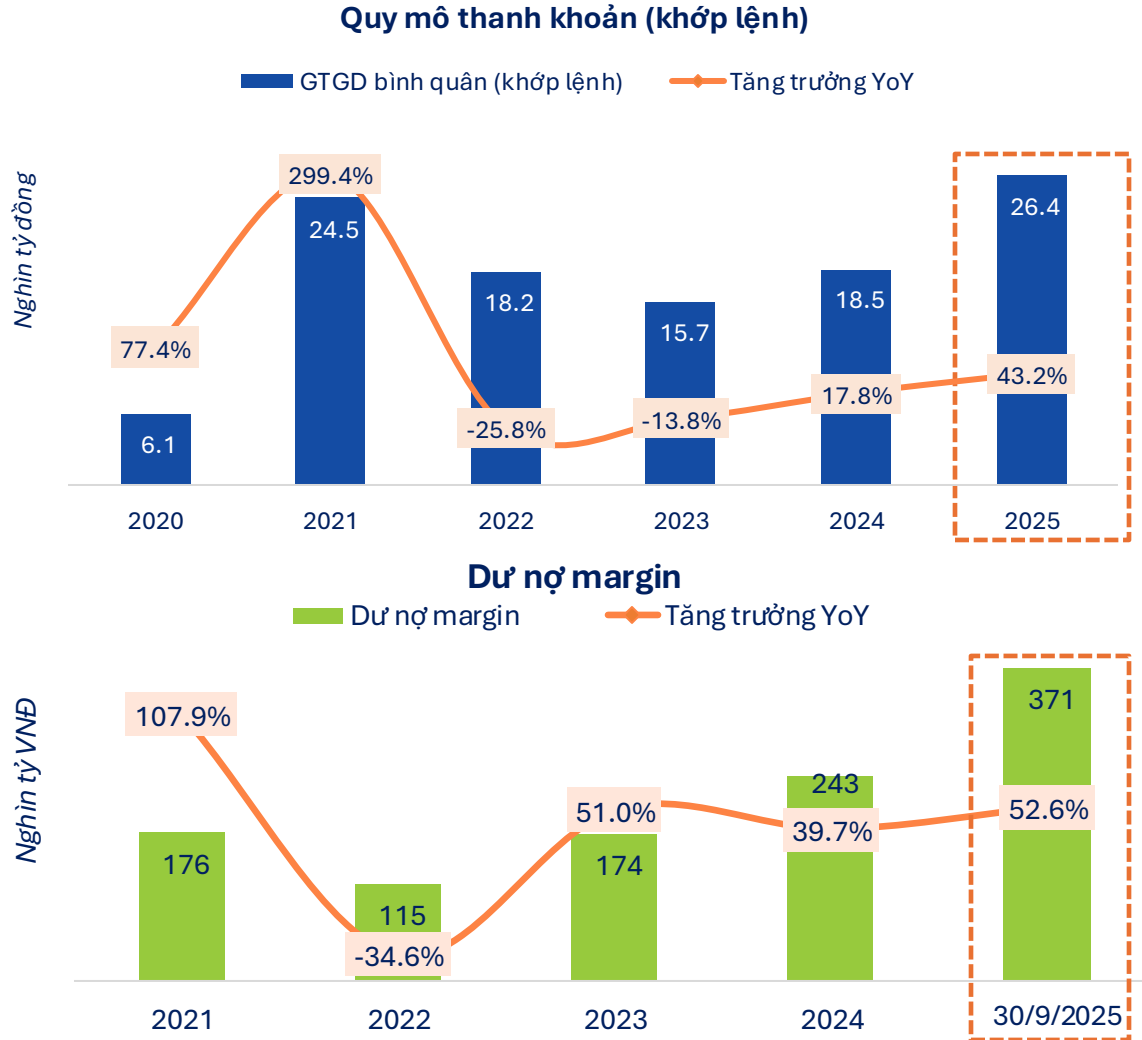
Biểu đồ 27: Quy mô TTCK mở rộng nhanh, với tỷ lệ vốn hóa/GDP tăng lên 73% trong năm 2025



Nguồn: FiinGroup

- Quy mô thị trường tăng trưởng mạnh trong năm 2025, thể hiện qua vốn hóa thị trường mở rộng, thanh khoản gia tăng nhờ dòng tiền trong nước (với đóng góp đáng kể từ dòng tiền margin) – cân bằng lực bán ròng kỷ lục của khối ngoại (hơn 5 tỷ USD trong năm 2025).
- Tuy nhiên, sự mở rộng về quy mô mang tính tập trung, khi thanh khoản thị trường vẫn chủ yếu được dẫn dắt bởi cá nhân (chiếm khoảng 75% - 80% giá trị giao dịch), trong khi sự tham gia của nhà đầu tư tổ chức còn hạn chế.

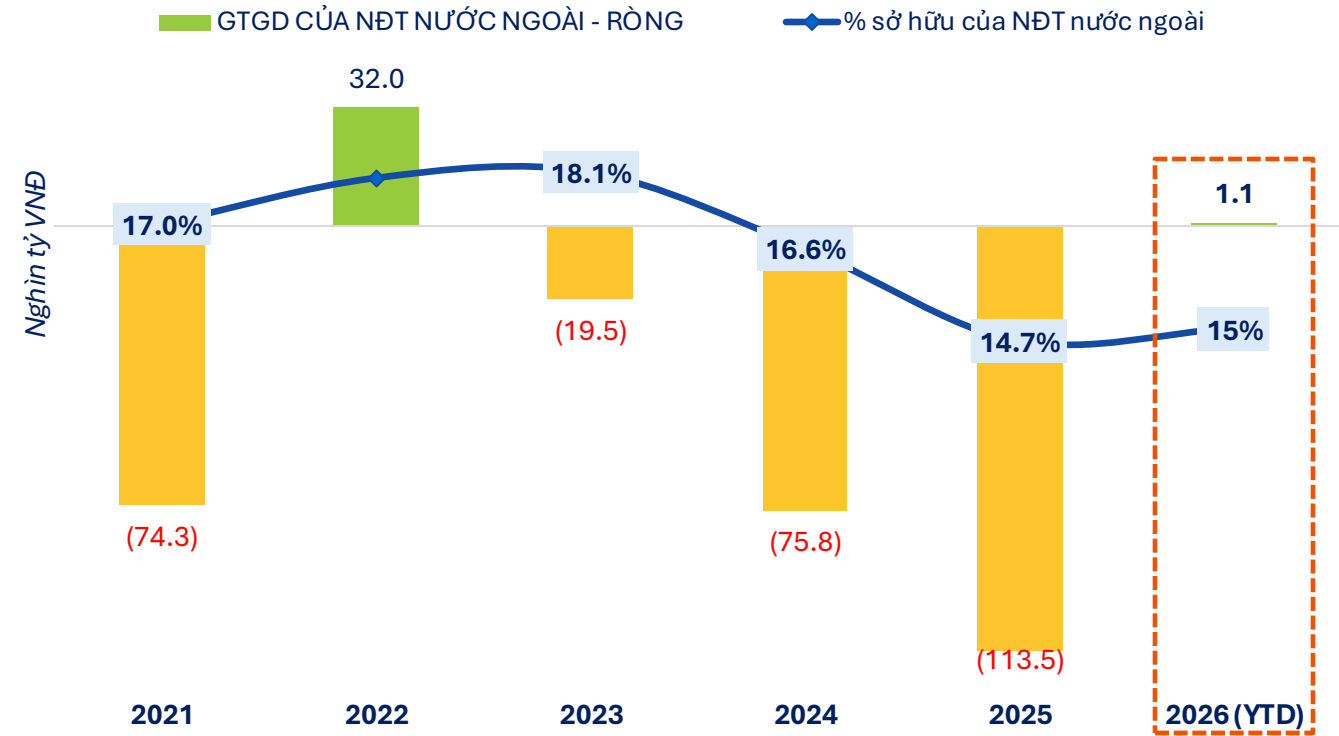
Biểu đồ 28: Tuy nhiên, chất lượng dòng vốn cải thiện chậm và đóng góp chủ yếu từ dòng tiền nội (đặc biệt là margin)



Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi để nâng cao chất lượng dòng vốn

Dòng vốn ngoại được kỳ vọng quay trở lại, hỗ trợ giảm áp lực tỷ giá trong trung hạn

Biểu đồ 29: NĐT nước ngoài quay lại mua ròng cổ phiếu Việt Nam từ đầu năm 2026, sau khi bán ròng kỷ lục trong năm 2025



Nguồn: FiinGroup.

Ghi chú: Dữ liệu chỉ tính mua (bán) ròng của NĐT nước ngoài qua khớp lệnh trên (HOSE, HNX và UPCOM) và được cập nhật đến ngày 13/1/2026.

- Năm 2025, **NĐT nước ngoài bán ròng kỷ lục hơn 135,3 nghìn tỷ VNĐ** trên 3 sàn (bao gồm 113,5 nghìn tỷ VNĐ qua khớp lệnh và 21,8 nghìn tỷ đồng qua thỏa thuận) – vượt xa quy mô bán ròng năm 2024 trong bối cảnh điều kiện vĩ mô toàn cầu kém thuận lợi, áp lực tỷ giá gia tăng và mức độ cải thiện thực chất trong khả năng tiếp cận thị trường còn hạn chế. Hơn nữa, quá trình tái định giá (re-rating) gắn với kỳ vọng nâng hạng trở thành điểm hiện thực hóa lợi nhuận của các khoản đầu tư M&A, PE và sở hữu chiến lược từ giai đoạn trước.
- Sau khi bán ròng kỷ lục trong năm 2025, **khối ngoại đã quay lại mua ròng cổ phiếu Việt Nam (hơn 1,1 nghìn tỷ VNĐ từ đầu năm 2026 đến ngày 13/1/2026)**. Dù cần thêm thời gian để xác nhận tính bền vững của xu hướng này, diễn biến hiện tại phần nào cho thấy tín hiệu cải thiện ban đầu về tâm lý thị trường và định vị dòng vốn ngoại.
- Trong trung hạn, dòng vốn ngoại được kỳ vọng sẽ quay trở lại theo hướng chọn lọc và dài hạn hơn, qua đó góp phần giảm áp lực tỷ giá và cải thiện cân bằng vĩ mô.
- Bên cạnh yếu tố chu kỳ, các chất xúc tác mang tính cấu trúc – bao gồm làn sóng IPO đa ngành, các thương vụ thoái vốn nhà nước tại doanh nghiệp quy mô lớn (kỳ vọng từ 2026), cùng với tiến trình nâng hạng thị trường – được kỳ vọng sẽ mở rộng “hàng hóa” đầu tư, thu hút dòng vốn tổ chức dài hạn, đặc biệt là vốn ngoại, quay trở lại một cách bền vững.

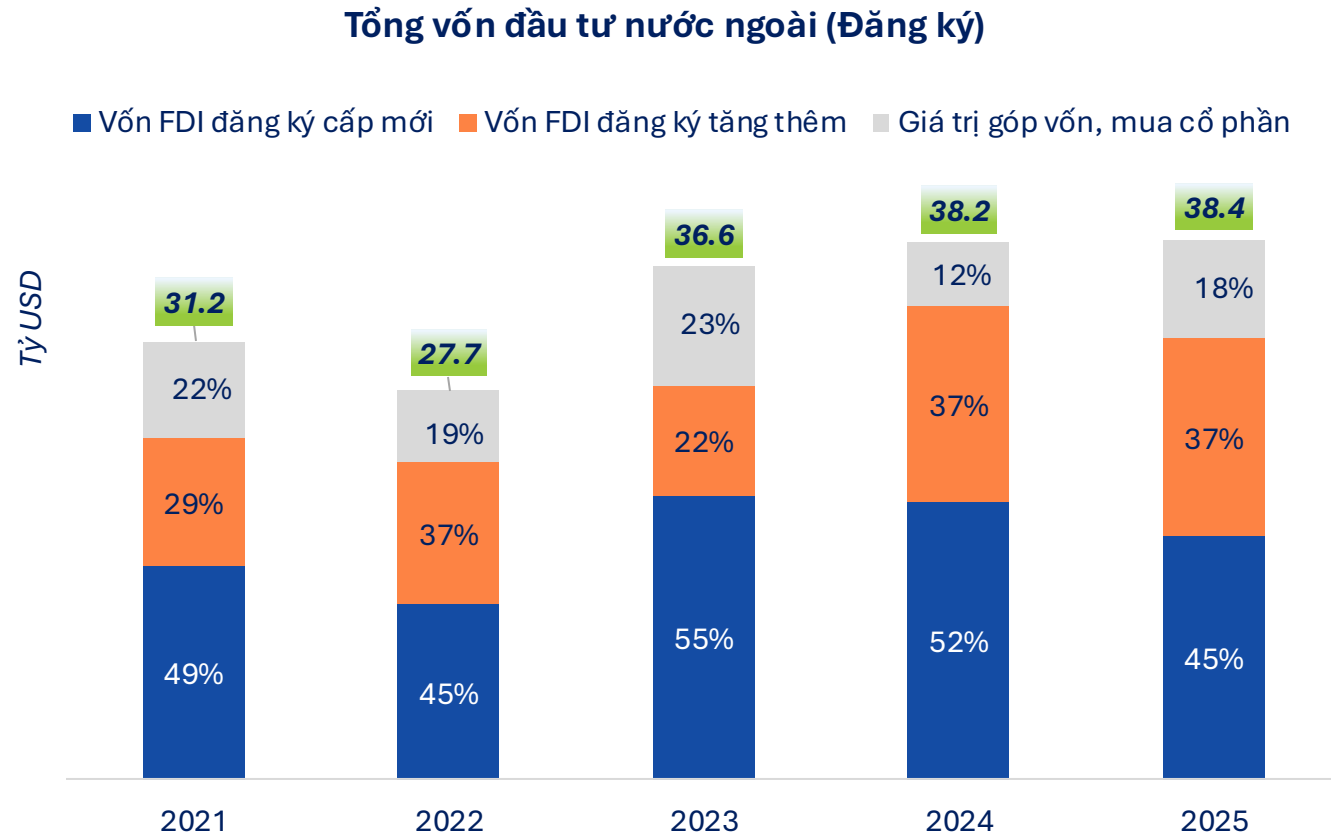
Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

- 2.1 **Tổng quan:** Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư
- 2.2 **Vốn Đầu tư công:** Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt
- 2.3 **Tín dụng Ngân hàng:** Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn
- 2.4 **Thị trường Chứng khoán:** Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi
- 2.5 **Vốn FDI:** Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao
- 2.6 **Trái phiếu Doanh nghiệp:** Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng
- 2.7 **Vốn vay Quốc tế:** Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn



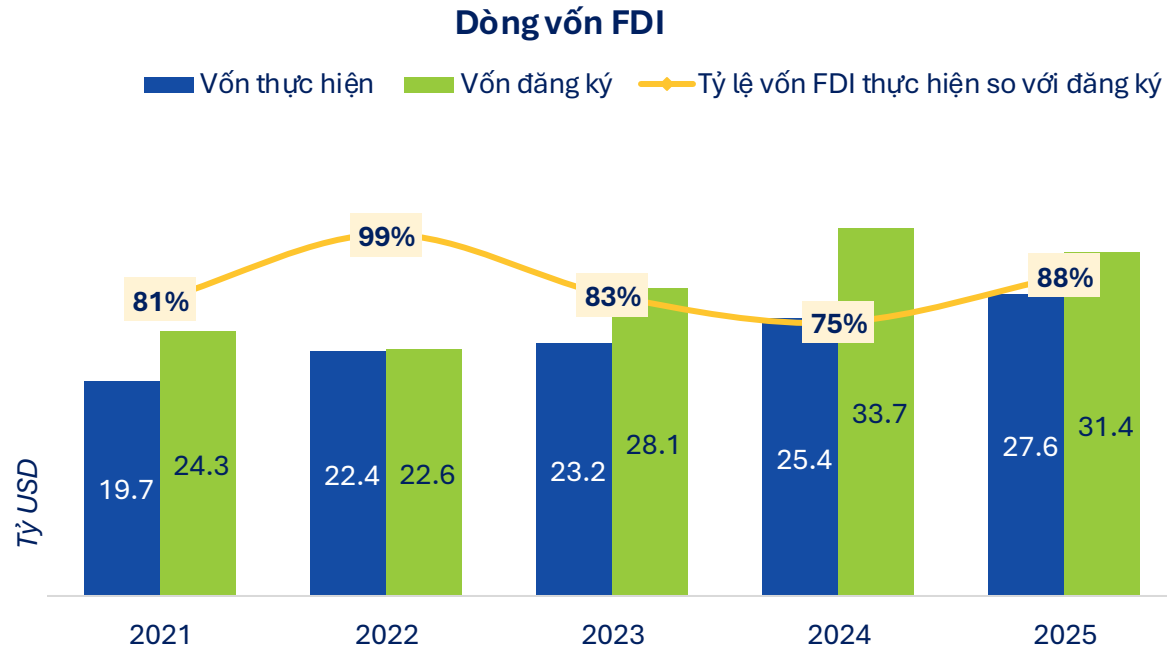
Biểu đồ 30: Tổng vốn đầu tư nước ngoài (FDI) đăng ký



Nguồn: FiinGroup.

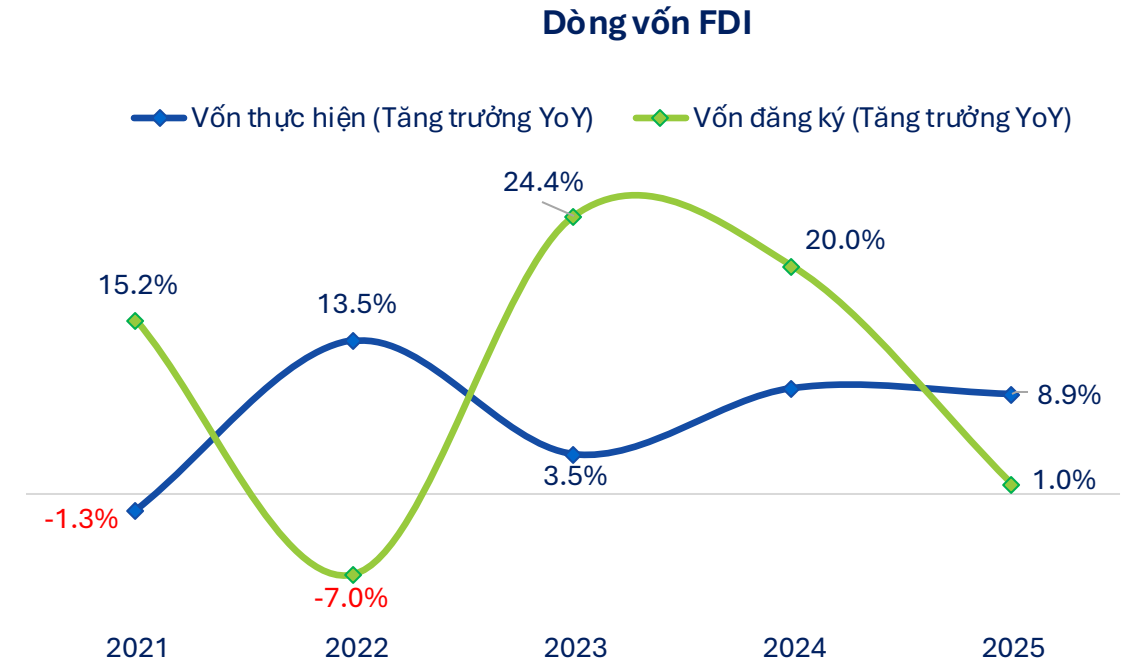
- Trong giai đoạn 2022-2025, tổng vốn FDI đăng ký của Việt Nam duy trì quanh mức 34 tỷ USD/năm, cho thấy tính ổn định của dòng vốn, nhưng chưa ghi nhận xu hướng mở rộng rõ rệt về quy mô tuyệt đối.
- Xét theo cơ cấu, vốn đăng ký cấp mới vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong tổng FDI đăng ký (khoảng 45% – 55%), trong khi vốn đăng ký tăng thêm duy trì tỷ trọng đáng kể (khoảng 22% – 37%), phản ánh vai trò ngày càng rõ của dòng vốn mở rộng trong tổng FDI.
- Ngược lại, góp vốn – mua cổ phần chỉ chiếm 12% – 23% tổng FDI đăng ký và không phải là động lực chính chi phối quy mô FDI trong giai đoạn này.
- Tổng thể, FDI tiếp tục là nguồn vốn quan trọng và ổn định cho nền kinh tế, nhưng chưa tạo ra mức gia tăng quy mô đủ lớn để bù đắp nhu cầu vốn trung – dài hạn ngày càng tăng của nền kinh tế.

Biểu đồ 31: Vốn FDI đăng ký, FDI thực hiện và tỷ lệ FDI thực hiện trên vốn đăng ký



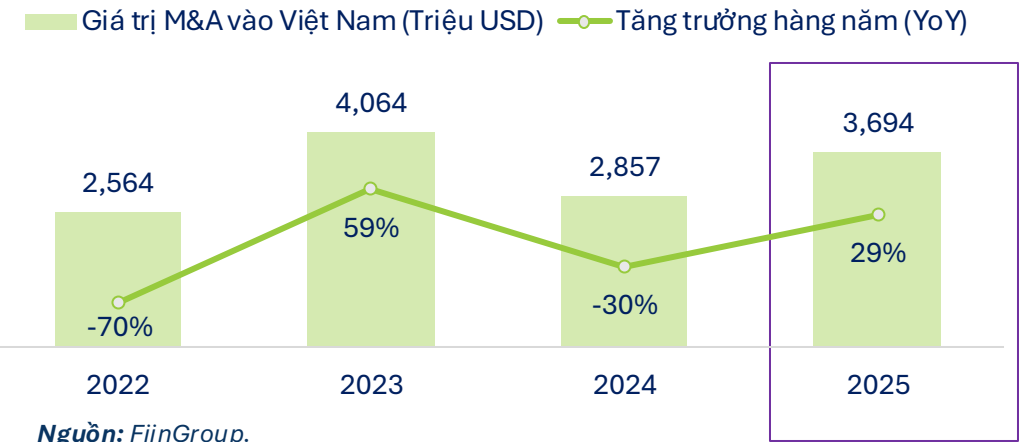
Nguồn: FiinGroup.

Biểu đồ 32: Tăng trưởng hàng năm của FDI đăng ký cấp mới và đăng ký tăng thêm



- Vốn FDI thực hiện duy trì ổn định, với tỷ lệ giải ngân trên vốn đăng ký bình quân ở mức 85%, cho thấy chất lượng triển khai dự án tương đối tốt và vai trò của FDI trong hỗ trợ hoạt động sản xuất – đầu tư. Tuy nhiên, tăng trưởng FDI đăng ký cấp mới biến động mạnh qua các năm, với các giai đoạn tăng đột biến xen kẽ những năm suy giảm sâu, phản ánh tính chu kỳ và độ nhạy cao của dòng vốn đăng ký mới. Trong khi đó, FDI đăng ký tăng thêm có xu hướng ổn định hơn, đóng vai trò lực đỡ giúp tổng FDI duy trì mặt bằng tương đối ổn định khi thu hút đăng ký mới gặp khó khăn.
- Điều này cho thấy động lực tăng trưởng FDI trong giai đoạn gần đây phụ thuộc nhiều hơn vào mở rộng vốn, thay vì gia tăng mạnh số lượng và quy mô đăng ký mới. Trong bối cảnh FDI duy trì ổn định nhưng chưa mở rộng tương xứng, gánh nặng tài trợ tăng trưởng trung – dài hạn vẫn chủ yếu đặt lên hệ thống tín dụng ngân hàng.

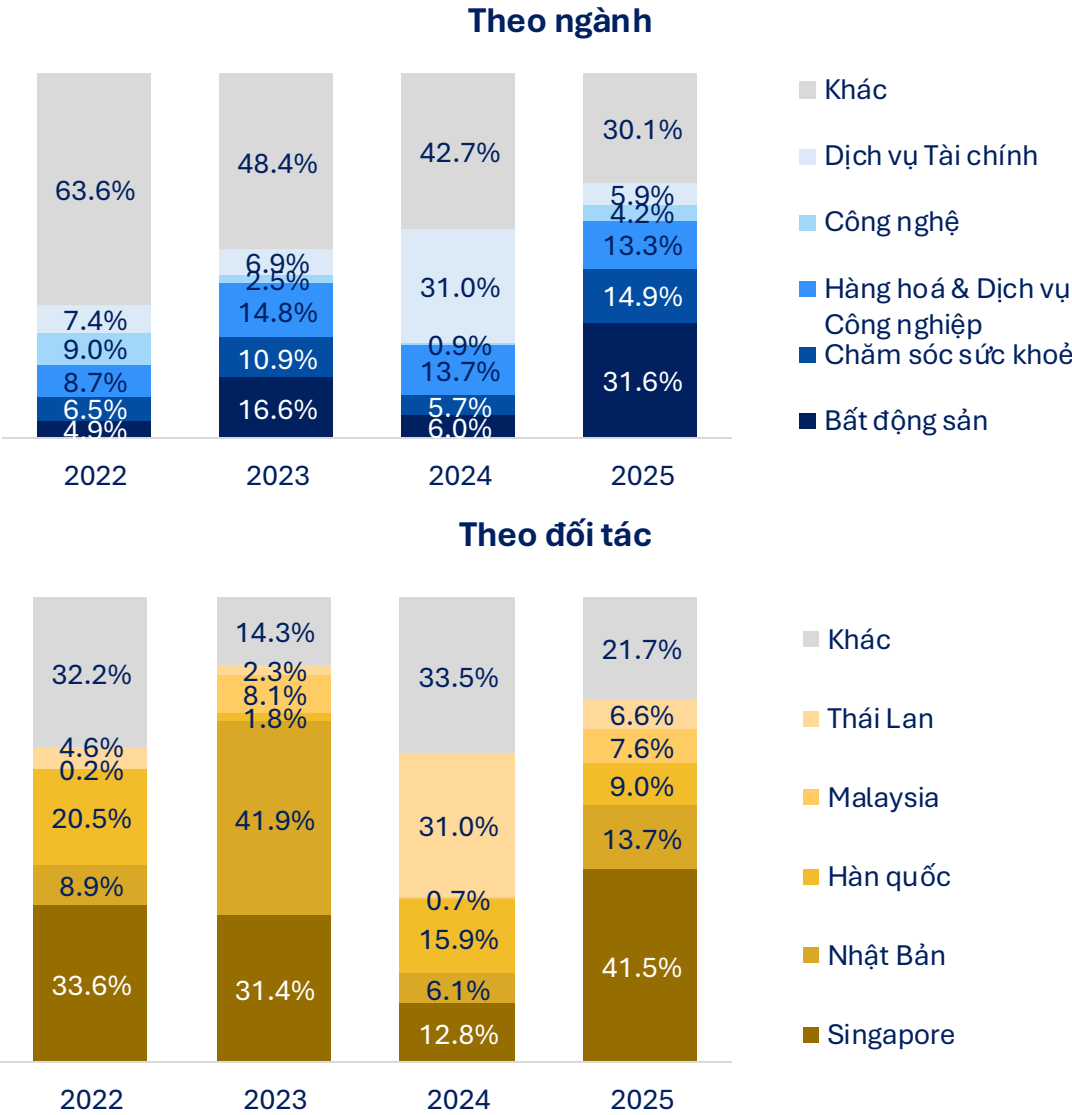
Biểu đồ 33: Giá trị thương vụ M&A vào Việt Nam



Nguồn: FiinGroup.
Giá trị M&A bao gồm các thương vụ

- Giá trị M&A có yếu tố nhà đầu tư nước ngoài trong năm 2025 ghi nhận mức phục hồi đáng kể, phản ánh sự cải thiện về tâm lý nhà đầu tư và điều kiện thị trường. Tuy nhiên, đà phục hồi này chưa mang tính đồng đều, khi hoạt động M&A vẫn tập trung vào một số thương vụ quy mô lớn, mang tính chiến lược, thay vì sự lan tỏa rộng trên toàn thị trường.
- Xét theo cơ cấu ngành, M&A tiếp tục tập trung vào bất động sản, chăm sóc sức khỏe và công nghiệp – dịch vụ, phản ánh xu hướng ưu tiên tài sản hiện hữu, dòng tiền rõ ràng và khả năng tái cấu trúc, hơn là đầu tư mở rộng năng lực mới.
- Về đối tác, dòng vốn M&A chủ yếu đến từ Singapore, Nhật Bản và Hàn Quốc, cho thấy vai trò nổi bật của các nhà đầu tư chiến lược khu vực, nhưng chưa hình thành làn sóng M&A quy mô lớn mang tính diện rộng.
- Tổng thể, M&A đóng vai trò kênh bổ trợ cho FDI, hỗ trợ tái phân bổ vốn và cải thiện thanh khoản thị trường, nhưng không tạo ra nguồn vốn trung – dài hạn đủ lớn để thay thế vai trò của FDI đăng ký mới hoặc tín dụng ngân hàng trong tài trợ tăng trưởng.

Biểu đồ 34: Cơ cấu giá trị thương vụ M&A vào Việt Nam



Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

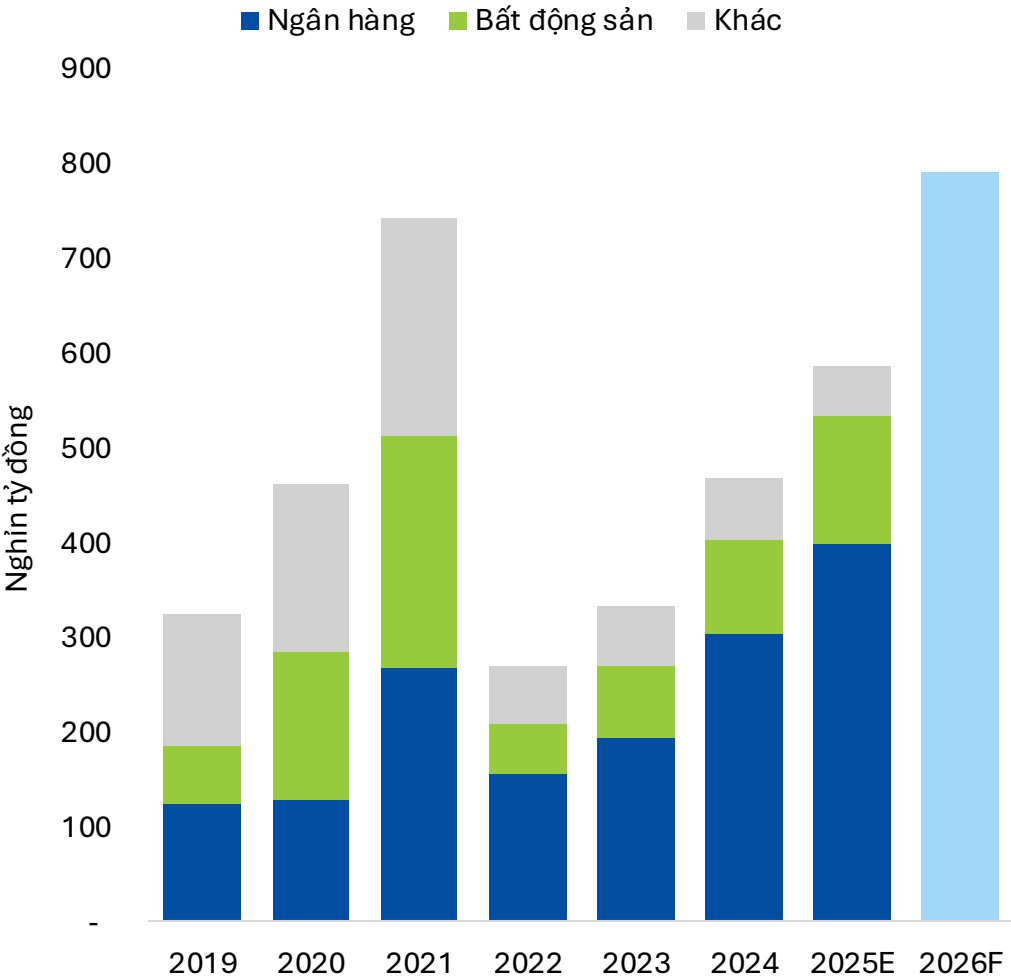
- 2.1 **Tổng quan:** Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư
- 2.2 **Vốn Đầu tư công:** Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt
- 2.3 **Tín dụng Ngân hàng:** Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn
- 2.4 **Thị trường Chứng khoán:** Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi
- 2.5 **Vốn FDI:** Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao
- 2.6 **Trái phiếu Doanh nghiệp:** Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng
- 2.7 **Vốn vay Quốc tế:** Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn



Kênh vốn TPDN được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh từ 2026

Nhờ những chính sách mới vừa ban hành nhưng mấu chốt là vốn trái phiếu trực tiếp vào SXKD

Biểu đồ 35: Quy mô phát hành trong năm 2025 tăng trưởng tốt nhưng vẫn thiếu đi sự đa dạng cần thiết



Nguồn: FiinGroup

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp Việt Nam năm 2025 đã ghi nhận sự phục hồi rõ nét với tổng phát hành ước đạt 630 nghìn tỷ đồng, tăng 32% so với 2024. Tuy nhiên, kênh huy động vốn trung dài hạn này vẫn chưa phát huy hết vai trò dẫn vốn đối với khu vực sản xuất, công nghiệp - khi ngân hàng chiếm tới 68% giá trị phát hành, trong khi doanh nghiệp sản xuất kinh doanh lại gần như vắng bóng. Dư nợ trái phiếu doanh nghiệp mới chỉ đạt khoảng 10% GDP, còn cách xa mục tiêu 25% GDP vào năm 2030. Để trái phiếu thực sự trở thành kênh huy động vốn hiệu quả cho khu vực sản xuất, cần đồng bộ ba trụ cột: mở rộng cơ sở nhà đầu tư, cải thiện cơ sở hàng hóa, và hoàn thiện thể chế cùng hạ tầng thị trường.

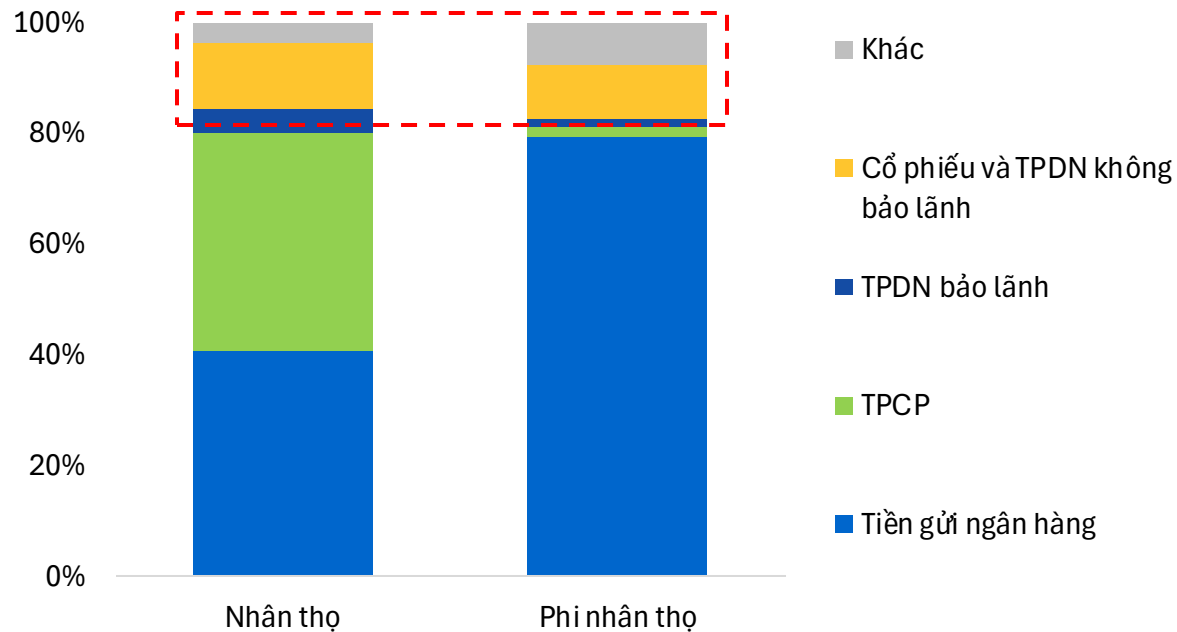
- #1. Khuyến khích doanh nghiệp tín nhiệm tốt tham gia phát hành:** Cơ sở hàng hóa tập trung chủ yếu là trái phiếu ngân hàng, bất động sản và chứng khoán là thách thức không nhỏ với nhà đầu tư. Cần có cơ chế khuyến khích để doanh nghiệp sản xuất có hồ sơ tín nhiệm tốt, quản trị minh bạch chủ động tiếp cận thị trường vốn, thông qua phát hành đại chúng. Sự hiện diện của các tổ chức phát hành chất lượng cao sẽ cải thiện cơ cấu hàng hóa, tạo đường cong lãi suất tham chiếu cho từng ngành, giúp giải quyết bài toán chi phí vốn một cách hiệu quả
- #2. Mở rộng cơ sở nhà đầu tư trong nước và quốc tế:** Thị trường hiện phụ thuộc lớn vào ngân hàng thương mại vừa là tổ chức phát hành vừa là người mua chính - thu hẹp địa thị trường và rủi ro tập trung. Cần phát triển, tạo cơ chế để các quỹ bảo hiểm, quỹ hưu trí tự nguyện, bảo hiểm xã hội, quỹ đầu tư trái phiếu đẩy mạnh đầu tư trái phiếu doanh nghiệp phi tài chính và thu hút dòng vốn ngoại thông qua nâng hạng thị trường. Khi cơ sở nhà đầu tư đa dạng, doanh nghiệp sản xuất mới có "người mua" thực sự cho trái phiếu của mình.
- #3. Hoàn thiện thể chế và hạ tầng thị trường:** Đây là nền tảng bắt buộc để thị trường chuyển đổi đi vào chiều sâu, vận hành có hệ thống và tuân thủ. Cần đồng bộ các công cụ và hạ tầng còn thiếu: cơ chế tạo lập thị trường để cải thiện thanh khoản, hoạt động định giá trái phiếu được chuẩn hóa, và rút ngắn thời gian xử lý khi doanh nghiệp mất khả năng thanh toán. Khi khuôn khổ pháp lý rõ ràng và hạ tầng hoàn chỉnh, nhà đầu tư tổ chức - cả trong nước lẫn quốc tế - mới có đủ niềm tin và công cụ để phân bổ vốn lớn hơn vào thị trường trái phiếu doanh nghiệp.

Cơ sở nhà đầu tư trái phiếu: Dư địa mở rộng từ nguồn vốn dài hạn của khối bảo hiểm

TPDN chiếm tỷ trọng khiêm tốn trong danh mục bảo hiểm, mặc dù nhu cầu đầu tư trái phiếu kỳ hạn trung - dài hạn rất lớn

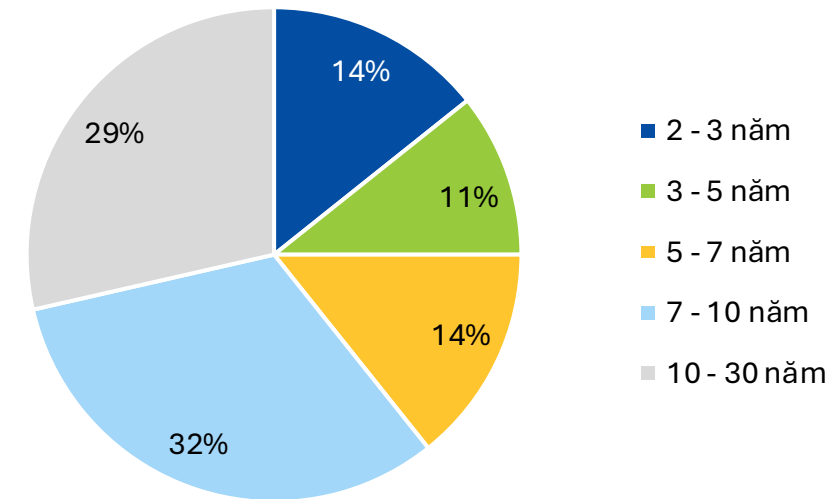
FiinGroup

Biểu đồ 36: Cơ cấu danh mục đầu tư các công ty bảo hiểm



Nguồn: FiinRatings, Cục Giám sát bảo hiểm

Biểu đồ 37: Khảo sát nhu cầu kỳ hạn trái phiếu với định chế bảo hiểm



Nguồn: FiinRatings

Ghi chú: Kết quả khảo sát trên được tổng hợp từ 10/19 công ty bảo hiểm nhân thọ đang hoạt động, đại diện cho 89% tổng tài sản quản lý (AUM) của ngành bảo hiểm nhân thọ, và 4/32 công ty bảo hiểm phi nhân thọ đang hoạt động, đại diện cho 37% AUM của ngành bảo hiểm phi nhân thọ

- **Danh mục đầu tư của các công ty bảo hiểm có quy mô lớn nhưng phân bổ thận trọng**, khi phần lớn tài sản vẫn tập trung vào **tiền gửi ngân hàng và TPCP**. Tỷ trọng đầu tư vào thị trường vốn, đặc biệt là **TPDN**, hiện vẫn ở mức thấp so với AUM, cho thấy **dư địa rất lớn để tái phân bổ danh mục nhằm cải thiện hiệu quả sinh lời**.
- **Nhu cầu đầu tư trái phiếu kỳ hạn trung - dài hạn của khối bảo hiểm là rõ ràng và phù hợp với đặc thù nguồn vốn**, thể hiện qua kết quả khảo sát khi hơn **60% nhu cầu tập trung ở kỳ hạn từ 7 năm trở lên**. Đây là nhóm nhà đầu tư có dòng tiền ổn định, thời gian nắm giữ dài và khả năng hấp thụ rủi ro theo chu kỳ dự án, qua đó có thể trở thành “**mắt xích**” then chốt giúp chuyển dịch cấu trúc cung ứng vốn từ thị trường tiền tệ sang thị trường vốn, đặc biệt đối với trái phiếu doanh nghiệp và các dự án hạ tầng nếu được hỗ trợ bởi khung pháp lý và hạ tầng thị trường phù hợp.

Cần đẩy mạnh hoàn thiện thể chế và phát triển hạ tầng thị trường TPDN

Khung pháp lý minh bạch cùng với hạ tầng hoàn chỉnh giúp giải quyết các nút thắt của thị trường bao gồm cả #1 và #2

FiinGroup

THỰC TRẠNG

Mở rộng cơ sở nhà đầu tư (Investor Base)



- Quỹ mở, CTCK dự thảo được nới room đầu tư TPDN; yêu cầu có XHTN khi mua
- Bảo hiểm, quỹ hưu trí đầu tư TPDN còn rất hạn chế
- Tỷ lệ sở hữu nước ngoài với TPDN không đáng kể

Chất lượng nguồn cung (Issuer Base)



- XHTN bắt buộc với phát hành riêng lẻ; siết tỷ lệ Nợ/Vốn < 5 lần
- Doanh nghiệp lớn vẫn chủ yếu vay ngân hàng
- Chưa có cơ chế bảo lãnh tín dụng hiệu quả
- Phát hành riêng lẻ thiếu cơ chế đấu giá để tối ưu chi phí vốn

Hạ tầng thị trường (Market Infrastructure)



- Đề xuất thành lập Quỹ TPDN Hạ tầng, Quỹ MMF nhưng thanh khoản thứ cấp chưa dồi dào, tập trung vào nhóm ngân hàng, bất động sản
- Chưa có cơ chế repo TPDN chuẩn hóa
- Đại diện người sở hữu trái phiếu có quyền hạn hạn chế, hoặc xung đột lợi ích giữa bảo lãnh phát hành và đại diện người sở hữu trái phiếu
- Không có nguồn lực tài chính cho việc thu hồi nợ

ĐỀ XUẤT

- Áp dụng mandate đầu tư bắt buộc cho nhà đầu tư dài hạn (Như Bảo hiểm xã hội), khởi điểm 5–10% dòng tiền mới vào TPDN xếp hạng AA trở lên
- Mở cửa đầu tư hạ tầng cho quỹ bảo hiểm, cho phép vượt trần khi đầu tư TPDN hạ tầng có XHTN đủ điều kiện

- Áp dụng khung vay bắt buộc qua trái phiếu: Doanh nghiệp lớn (VN500/DN nhà nước chủ chốt) phải huy động 20 – 25% phần vay tăng thêm qua TPDN
- Buộc doanh nghiệp chất lượng cao ra thị trường, tạo nguồn cung chuẩn cho NĐT tổ chức
- Thành lập Quỹ bảo lãnh tín dụng để nâng hạng trái phiếu hạ tầng, sản xuất, năng lượng
- Đấu thầu điện tử qua sàn giao dịch tập trung đối với các đợt phát hành quy mô lớn để minh bạch hóa giá

- Xây dựng cơ chế cho repo TPDN chuẩn hóa mức chiết khấu, biến TPDN thành tài sản đảm bảo thực sự
- Phát triển thị trường repo TPDN, tăng tính thanh khoản của thị trường
- Trao quyền thực chất cho đại diện người sở hữu trái phiếu: thẩm định độc lập TSDB, giám sát liên tục, quyền yêu cầu kiểm toán bất thường
- Thành lập Quỹ Chi phí Thu hồi trích lập khi phát hành để bảo vệ quyền lợi NĐT
- Tách bạch vai trò: hạn chế việc bên bảo lãnh phát hành hoặc bên liên quan làm đại diện người sở hữu trái phiếu

Phần 2:

Định vị các Nguồn vốn Dài hạn chính

- 2.1 **Tổng quan:** Thiếu hụt vốn dài hạn cho đầu tư
- 2.2 **Vốn Đầu tư công:** Vai trò “vốn mồi” dẫn dắt
- 2.3 **Tín dụng Ngân hàng:** Tối ưu hóa phân bổ dòng vốn
- 2.4 **Thị trường Chứng khoán:** Tận dụng cơ hội nâng hạng thị trường mới nổi
- 2.5 **Vốn FDI:** Thúc đẩy tăng trưởng từ chất lượng và công nghệ cao
- 2.6 **Trái phiếu Doanh nghiệp:** Giải pháp khơi thông vốn phi ngân hàng
- 2.7 **Vốn vay Quốc tế:** Cơ hội từ môi trường lãi suất thấp hơn

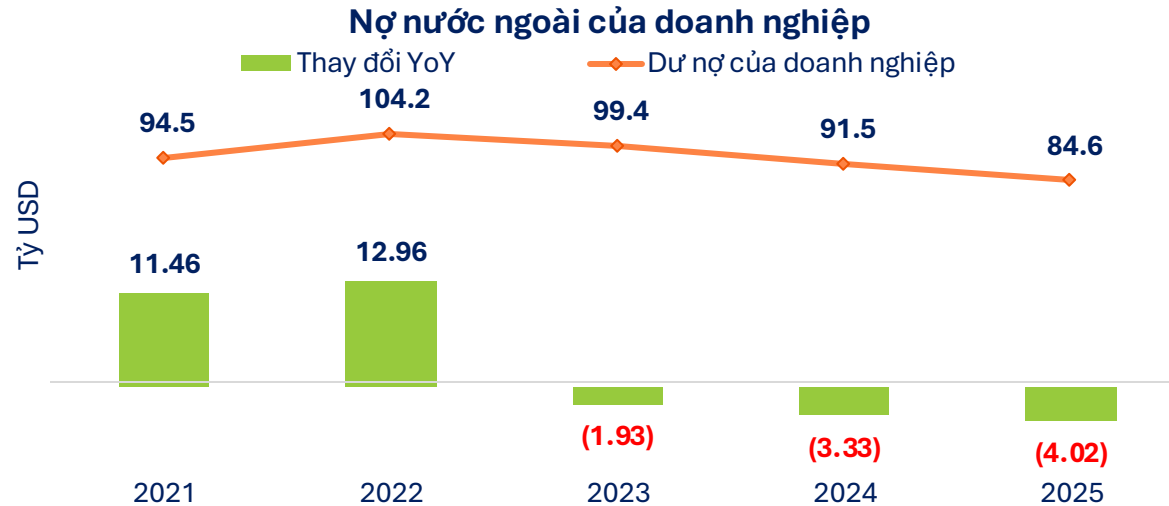


Môi trường lãi suất toàn cầu hạ nhiệt mở ra dư địa phục hồi vốn vay quốc tế

Ngoài ra, cải thiện xếp hạng tín nhiệm quốc gia sẽ góp phần giảm chi phí vốn vay quốc tế

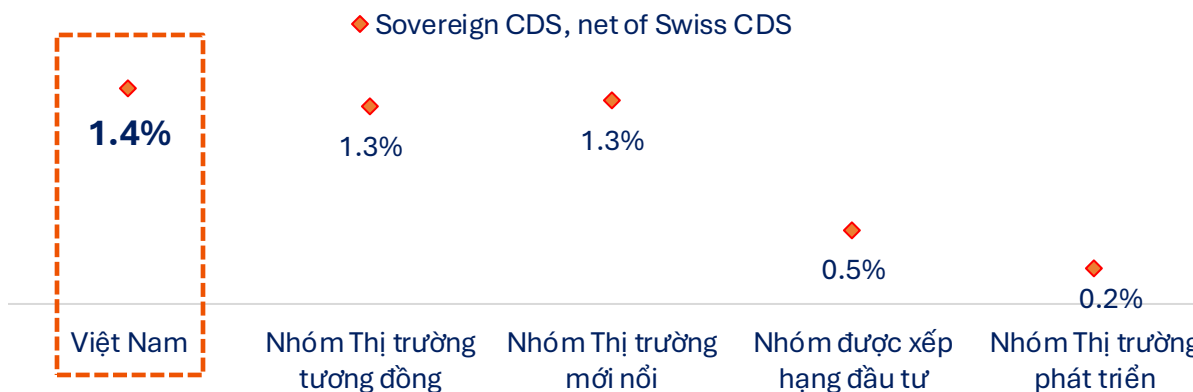
FiinGroup

Biểu đồ 38: Dư nợ vay nước ngoài (FCY) của Doanh nghiệp qua các năm



Nguồn: Bản tin nợ công số 20 của Bộ tài chính

Chênh lệch rủi ro tín dụng quốc gia của Việt Nam so với các nhóm thị trường



Nguồn: ADB, Bloomberg. **Ghi chú:** Phân tích và phân loại được xây dựng trên cơ sở thang xếp hạng tín nhiệm của S&P và Moody's. Dữ liệu được cập nhật tại ngày 20/11/2025

- Nguồn vốn vay nước ngoài (FCY), thông qua vay và phát hành trái phiếu (bao gồm tài chính bền vững), tiếp tục là kênh cung cấp vốn trung và dài hạn quan trọng cho doanh nghiệp Việt Nam.
- Dư nợ vay nước ngoài của doanh nghiệp suy giảm trong ba năm gần đây, do giá trị giải ngân mới thấp hơn nghĩa vụ trả nợ, phản ánh tác động của môi trường lãi suất quốc tế duy trì ở mức cao.
- Mặt bằng lãi suất toàn cầu cao, cùng với xếp hạng tín nhiệm quốc gia ở mức BB+, khiến chi phí huy động vốn FCY kém cạnh tranh so với các nguồn vốn nội địa.
- Từ năm 2026 trở đi, nền tảng vĩ mô với tỷ lệ nợ công và nợ nước ngoài thấp tạo dư địa để Việt Nam quay lại khai thác các nguồn vốn quốc tế.
- Nhu cầu vốn lớn và chủ trương đa dạng hóa nguồn vốn của Chính phủ hỗ trợ huy động vốn FCY ở cả cấp Chính phủ và doanh nghiệp.
- Nhu cầu vốn FCY được kỳ vọng phục hồi tại các doanh nghiệp lớn, bao gồm khối ngân hàng và phi tài chính, trong bối cảnh lãi suất quốc tế hạ nhiệt.
- Các yếu tố xúc tác bao gồm việc sửa đổi quy định về phát hành trái phiếu ra thị trường quốc tế, tiến trình nâng hạng thị trường chứng khoán và lộ trình nâng hạng xếp hạng tín nhiệm quốc gia lên mức đầu tư trước năm 2030.
- Theo ước tính của FiinRatings nếu xếp hạng tín nhiệm quốc gia của Việt Nam được nâng lên mức Đầu tư (Investment Grade), chi phí huy động vốn của các doanh nghiệp Việt Nam trên thị trường vốn quốc tế có thể giảm khoảng 150 - 300 điểm cơ bản (tương đương 1,5 - 3%).

Phần 3:

Khả năng Hấp thụ vốn của Doanh nghiệp



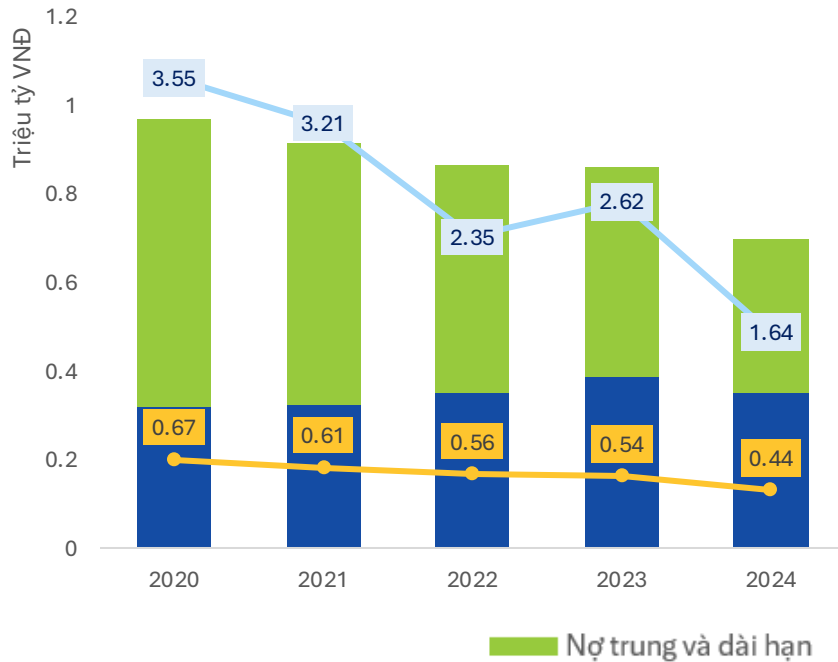
Cơ cấu vốn vay giữa các khối doanh nghiệp

Khối nhà nước giảm đòn bẩy, Khối tư nhân lớn mở rộng vay nợ trong khi nhóm SME tiếp cận vốn vay hạn chế

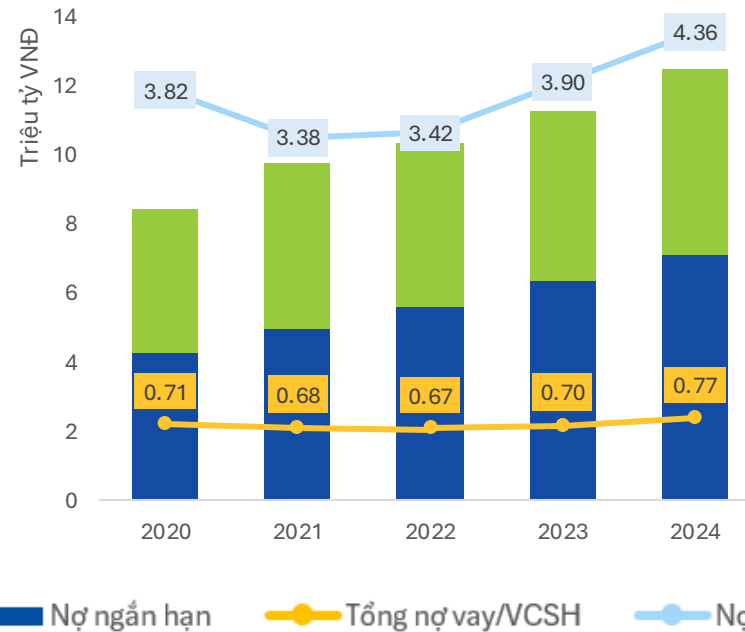
FiinGroup

Biểu đồ 39: Cấu trúc nợ vay ở các nhóm doanh nghiệp

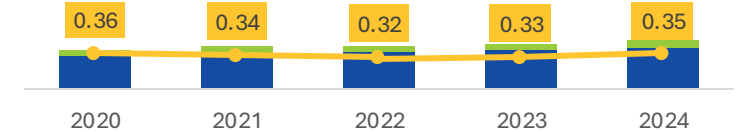
Cấu trúc nợ vay DN nhà nước



Cấu trúc nợ vay DN tư nhân lớn



Cấu trúc nợ vay SME



Nguồn: FiinGroup tổng hợp. *Ghi chú: DNNN là DN có sở hữu Nhà nước trên 50% (Số lượng: 400 DN lớn); DN tư nhân lớn: DN không bao gồm DNNN (Số lượng: 51000 DN)

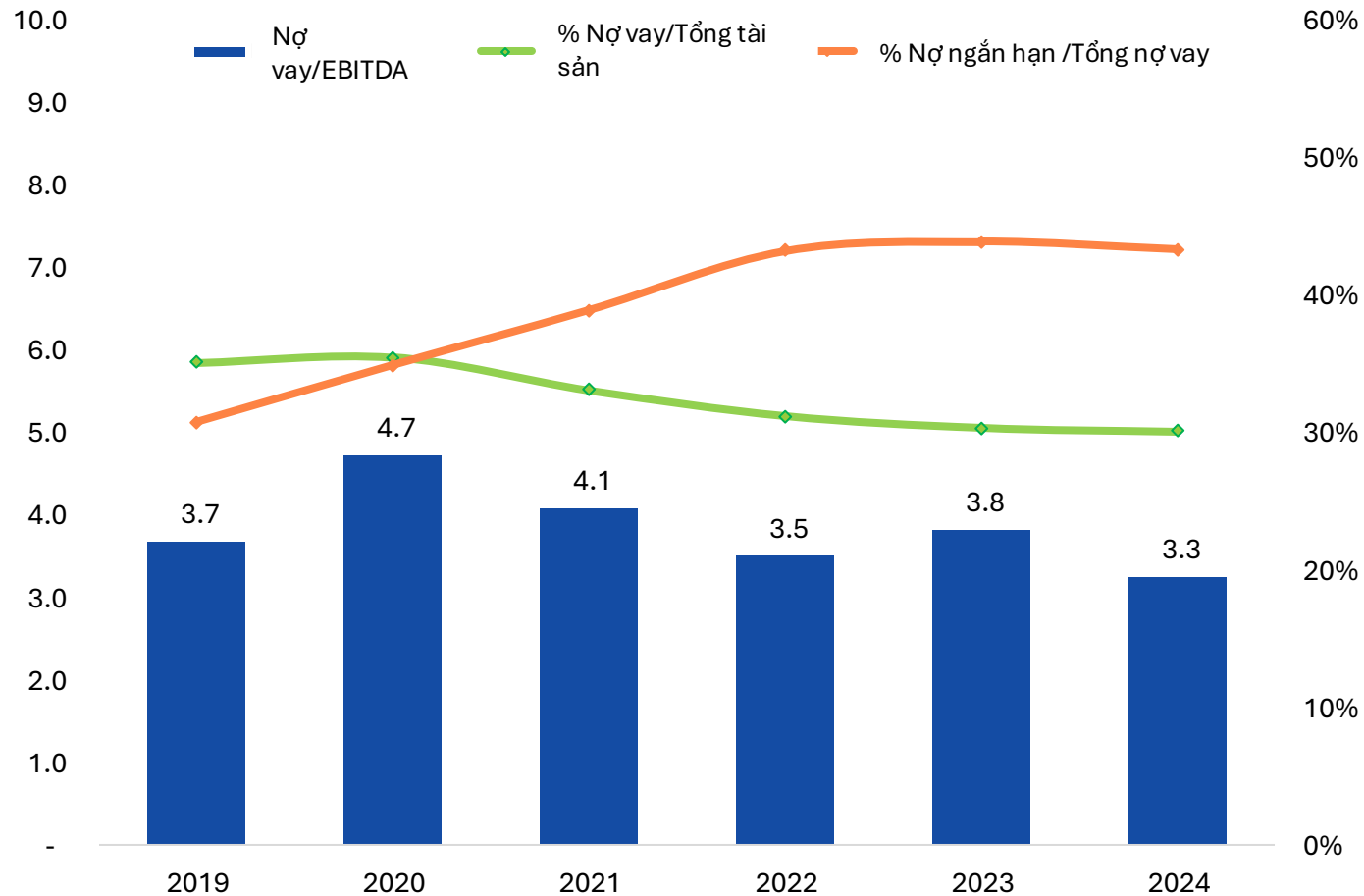
- Doanh nghiệp tư nhân lớn có quy mô dư nợ tăng mạnh và sử dụng đòn bẩy tài chính với tỷ lệ Tổng nợ vay/VCSH và Nợ ròng/EBITDA cao nhất giữa các khối, lần lượt 76.7% và +400% vào năm 2024, phản ánh chiến lược mở rộng đầu tư và chấp nhận rủi ro cao hơn. Ngược lại, doanh nghiệp nhà nước (DNNN) có xu hướng giảm dư nợ và đòn bẩy, cho thấy quá trình tái cơ cấu và củng cố an toàn tài chính.
- Ở chiều ngược lại, các doanh nghiệp SME có hệ số đòn bẩy nợ tương đối thấp. Điều này cho thấy dư địa vay vốn để mở rộng kinh doanh của khối này vẫn còn nhiều.

Dự địa lớn để các doanh nghiệp nhà nước dẫn dắt chu kỳ đầu tư mới

Phát huy vai trò “vốn môi” của DNNN để mở khóa đầu tư hạ tầng theo mô hình PPP

FiinGroup

Biểu đồ 40: Cơ cấu tài sản – nguồn vốn của các doanh nghiệp có vốn nhà nước tiêu biểu



Nguồn: FiinRatings, tổng hợp dữ liệu từ báo cáo tài chính 16 tập đoàn có vốn đầu tư của nhà nước.

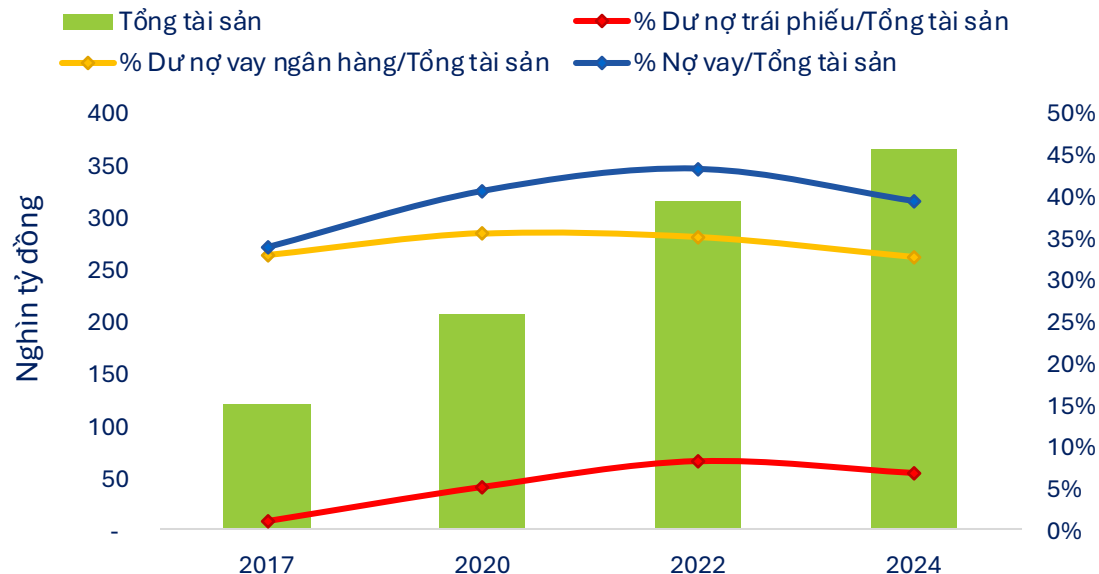
- Việc phát triển dự án hạ tầng đang đứng trước cơ hội lớn nhờ sự kết hợp giữa khung chính sách đột phá và nền tảng tài chính vững chắc của các doanh nghiệp nhà nước (DNNN). Luật Hợp tác công – tư (PPP) đang được sửa đổi đã mở ra tiềm năng mới và thúc đẩy nhanh quá trình phát triển dự án, bao gồm cả việc nâng trần góp vốn nhà nước.
- Các DNNN có năng lực vốn mạnh, sẵn sàng bước vào chu kỳ đầu tư vốn mới (CAPEX). Cụ thể, các số liệu tài chính cho thấy dự địa an toàn vốn của các tập đoàn này vẫn rất lớn để thực hiện vai trò dẫn dắt với tỷ lệ nợ vay hiện nay chỉ chiếm khoảng ~30% Tổng tài sản, với quy mô tổng tài sản nắm giữ lên tới hơn 215 tỷ USD.
- Vai trò dẫn dắt của DNNN là rất quan trọng vì mô hình hợp tác công – tư (PPP) với sự tiên phong của DNNN sẽ giúp giảm thiểu rủi ro ở giai đoạn đầu của quá trình phát triển dự án, tạo tiền đề cho vốn tư nhân tham gia. Trái phiếu Hạ tầng chính là giải pháp hợp lực, kết nối cơ chế chia sẻ rủi ro ở cấp Nhà nước với hiệu quả vận hành của khu vực tư nhân. Với nền tảng tài chính vững vàng và các cải cách chính sách, các DNNN hiện có đầy đủ dự địa để trở thành động lực chính, giúp cải thiện sự phụ thuộc vào nợ ngắn hạn và mở ra một kênh vốn dài hạn, hiệu quả cho phát triển hạ tầng quốc gia.

Với nhóm Hạ tầng, cần giải bài toán cấu trúc vốn kém đa dạng và thiếu kỳ hạn dài

Kênh trái phiếu tại các doanh nghiệp hạ tầng vẫn kém phát triển, với nguồn cung chất lượng cao hạn chế

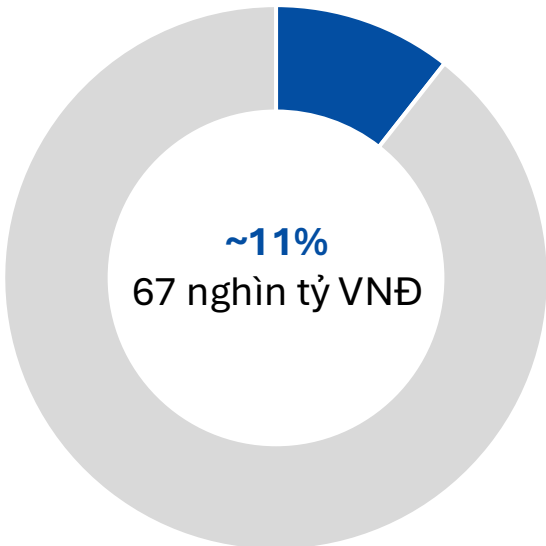
FiinGroup

Biểu đồ 41: TPDN chiếm tỷ trọng thấp trong cơ cấu nợ vay của 20 doanh nghiệp hạ tầng tiêu biểu



Nguồn: FiinRatings

Biểu đồ 42: Khối lượng trái phiếu phát hành của DN phi tài chính có mức xếp hạng từ A trở lên trong 2025



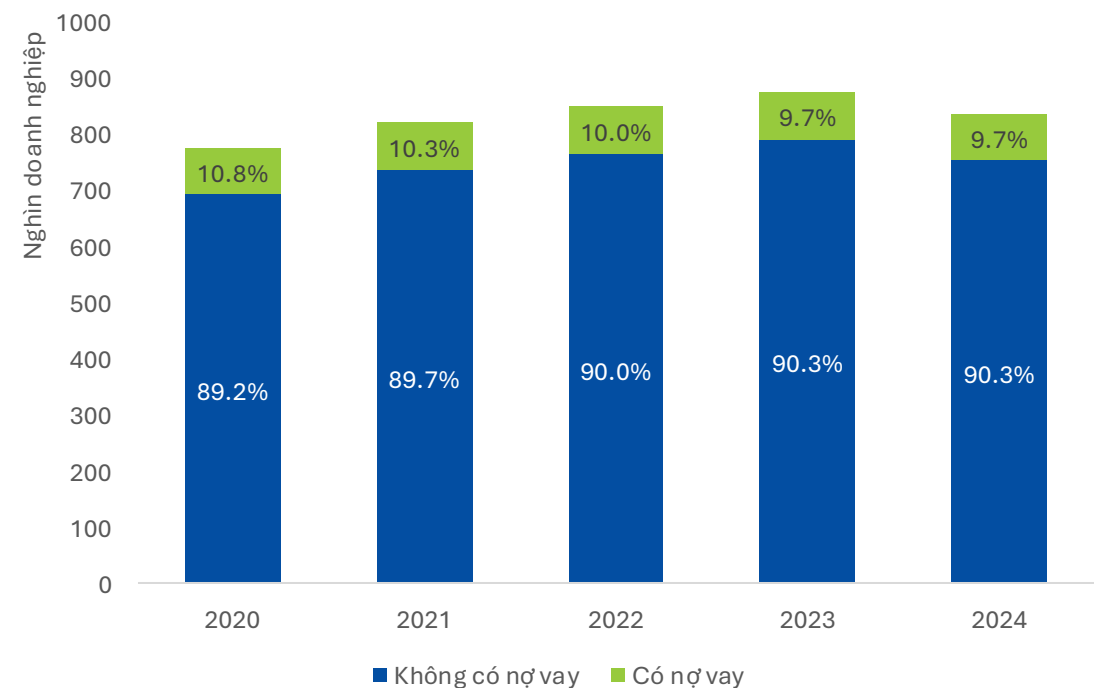
Nguồn: FiinRatings ước tính và tổng hợp

- **Kênh trái phiếu đóng vai trò rất hạn chế trong tài trợ phát triển hạ tầng**, tỷ trọng dư nợ trái phiếu của các doanh nghiệp hạ tầng tiêu biểu duy trì **dưới 10% tổng tài sản** và cơ cấu này gần như không đổi suốt mười năm qua, trong khi tăng trưởng tài sản của nhóm này ở mức cao (bình quân >16%/năm) và vẫn chủ yếu được tài trợ bằng nợ vay ngân hàng, tạo áp lực lên bảng cân đối và rủi ro tái cấu trúc vốn của các doanh nghiệp phát triển hạ tầng luôn hiện hữu.
- **Cơ sở nguồn cung trái phiếu chất lượng cao vắng bóng doanh nghiệp sản xuất**, thể hiện qua khối lượng phát hành trái phiếu doanh nghiệp phi tài chính có mức tín nhiệm cao theo đánh giá của FiinRatings (mức A trở lên) chỉ chiếm ~11% tổng lượng phát hành năm 2025, làm hạn chế đáng kể sự lựa chọn của nhà đầu tư, do đó tự đóng khung sự phát triển của thị trường TPDN. Vì vậy cần đẩy mạnh hoàn thiện cơ chế chính sách để thúc đẩy phát triển cơ sở hàng hóa, mở rộng nguồn cung ứng là hết sức cấp thiết.

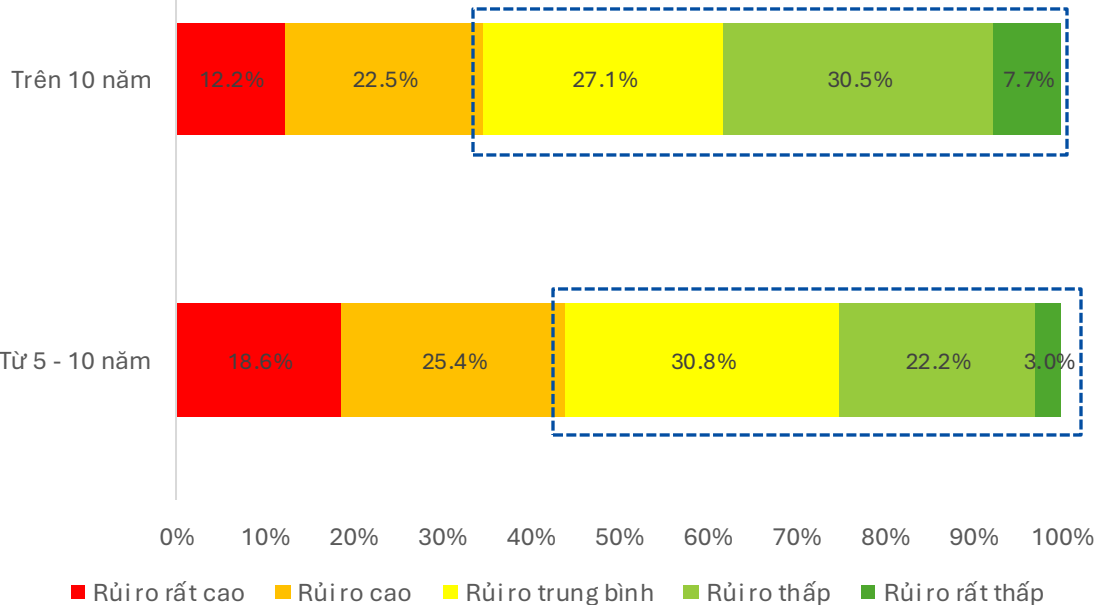
Tiếp cận tín dụng của khối doanh nghiệp SME

Tỷ lệ DN SME tiếp cận vốn vay còn nhỏ và hệ số đòn bẩy nợ thấp cho thấy tiềm năng hấp thụ vốn tín dụng to lớn của khối doanh nghiệp này

Biểu đồ 43: 90% doanh nghiệp SME chưa tiếp cận vốn vay



Biểu đồ 44: Trong số các DN SME chưa tiếp cận vốn vay, tỷ lệ lớn các doanh nghiệp có thời gian hoạt động 5 năm trở lên có điểm số rủi ro ở mức trung bình và thấp



Nguồn: FiinGroup

- Tỷ lệ doanh nghiệp SME tiếp cận được vốn vay ngân hàng vẫn duy trì ở mức thấp, chỉ khoảng 9–10% trong giai đoạn 2020–2024. Trong khi đó, hệ số đòn bẩy tài chính (Nợ/VCSH) của khối SME chỉ dao động trong khoảng 0,32–0,35, phản ánh mức độ sử dụng nợ còn tương đối khiêm tốn và dư địa vay vốn vẫn còn nhiều.
- Đáng chú ý, khoảng 56% các DN SME có thời gian hoạt động dài trên 5 năm và 65.3% các DN SME có thời gian hoạt động dài trên 10 năm có điểm số rủi ro ở mức trung bình và thấp nhưng chưa tiếp cận vốn vay. Với việc cải thiện thông tin về tình hình hoạt động kinh doanh và tài chính, các DN SME sẽ có nhiều cơ hội tiếp cận các nguồn vốn từ các định chế tài chính trong tương lai.

Về FiinGroup

Đơn vị chuyên về phân tích dữ liệu tài chính, phân tích ngành và xếp hạng tín nhiệm tại Việt Nam

FiinGroup



Cổ đồng chiến lược:
NIKKEI Quick

FiinGroup là đơn vị cung cấp một nền tảng tích hợp dữ liệu, phân tích và giải pháp hỗ trợ ra quyết định, kết hợp dữ liệu, nghiên cứu và công nghệ nhằm phục vụ các dòng vốn, đầu tư và thương mại - bao gồm cả tài chính bền vững và các yếu tố ESG. FiinGroup vận hành như một nền tảng DataTech, đồng thời từng bước tiến tới mô hình AI-first. Hệ sinh thái FiinGroup giúp các tổ chức và doanh nghiệp lớn điều hướng sự phức tạp của thị trường với sự rõ ràng, độ tin cậy và tốc độ cao hơn.

Để biết thêm thông tin, vui lòng truy cập: <https://www.fiingroup.vn>.



Cổ đồng chiến lược:
S&P Global

FiinRatings là một công ty thành viên của FiinGroup và là đối tác chiến lược của S&P Global, hoạt động trong lĩnh vực xếp hạng tín nhiệm được cấp phép bởi Bộ Tài chính. FiinRatings cung cấp các dịch vụ đa dạng, bao gồm xếp hạng tín nhiệm, đánh giá và phân tích rủi ro, xác nhận và đánh giá độc lập trái phiếu xanh (Second Party Opinion - SPO), đáp ứng nhu cầu của các nhà phát hành, các bên cho vay và nhà đầu tư nhiều ngành nghề tại Việt Nam. Để có thêm thông tin, vui lòng truy cập: <https://fiinratings.vn>

CTCP FiinGroup

Thông tin Tài chính

- FiinPro-X - Nền tảng dữ liệu tài chính & cổng thông tin trái phiếu
- FiinTrade - Nền tảng phân chứng khoán
- Giải pháp dữ liệu chứng khoán (API Datafeed, Microsite)
- Tính giá trái phiếu

Thông tin Doanh nghiệp

- Báo cáo phân tích doanh nghiệp
- FiinGate - Nền tảng thông tin & phân tích kinh doanh
- Giải pháp bán hàng & tiếp thị
- Benchmarking ngành

Nghiên cứu Thị trường và Tư vấn

- Báo cáo phân tích ngành
- Nghiên cứu thị trường
- Dịch vụ tư vấn
- Tư vấn giao dịch M&A

(FiinRatings là công ty con của FiinGroup)

CTCP FiinRatings

Xếp hạng Tín nhiệm

Đánh giá Tín dụng Doanh nghiệp

Đánh giá và Theo dõi Rủi ro Danh mục

Dịch vụ Tài chính Bền vững

Tuyên bố Bản quyền và Miễn trách:

Tài liệu này được soạn thảo bởi Công ty Cổ phần FiinGroup và FiinRatings chỉ sử dụng cho mục đích tham khảo. Đây không phải là Báo cáo xếp hạng tín nhiệm và không khuyến nghị mua, bán hoặc nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào hoặc bất kỳ giao dịch cụ thể nào khác. Thông tin trong Báo cáo này, bao gồm dữ liệu, số liệu, bảng, phân tích và nhận xét của FiinGroup và FiinRatings, chỉ được sử dụng để tham khảo theo quyết định của riêng bạn. FiinGroup và FiinRatings sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ tổn thất hoặc hậu quả nào có thể xảy ra do việc sử dụng thông tin trong báo cáo này. FiinGroup và FiinRatings giữ bản quyền đối với báo cáo này và toàn bộ nội dung trong Báo cáo này. Báo cáo này được bảo hộ bản quyền theo pháp luật về quyền tác giả của Việt Nam và các nước theo các công ước, điều ước quốc tế về quyền tác giả mà Việt Nam là thành viên.



Quét mã QR để liên hệ
với FiinGroup

Data



Analytics



Research



Intelligence



Ratings