Báo cáo ngành: BẤT ĐỘNG SẢN

Luật mới nới cung đất khi tín dụng BĐS tăng nhanh: Việt Nam đang ở vị trí của Trung Quốc năm 2017, chưa tới điểm gãy, nhưng thiếu khóa dòng tiền bán trước

Dự thảo Luật Đất đai, Nhà ở, Kinh doanh BĐS 2026 so với luật hiện hành và bộ công cụ Trung Quốc · cảnh báo sớm tín dụng BĐS/GDP · đòn bẩy DN nhà ở niêm yết · **AAS Research**

TÍN DỤNG BĐS 30/6/2026	TÍN DỤNG BĐS / GDP	TĂNG TỪ 2022	CREDIT GAP 2025 (ƯỚC TÍNH)	NỢ VAY 24 DN NHÀ Ở NIÊM YẾT	TPDN BĐS ĐÁO HẠN 2026–27
5,15	**≈37,9%**	**+11**	**≈+7**	**357**	**≈246**
triệu tỷ · 25,5% tổng dư nợ	TQ 2017: 38,0% · đỉnh 2020: 47,9%	điểm % GDP trong 3,5 năm	ngưỡng đỏ BIS: +10	nghìn tỷ · ×1,8 so với 2024	nghìn tỷ đồng

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

VÙNG VÀNG CẢNH GIÁC

TÍN DỤNG BĐS/GDP	NHỊP TĂNG	DN NHÀ Ở NIÊM YẾT (24 MÃ)	KỊCH BẢN CƠ SỞ CHẠM 47,9%
≈37,9%	+3,2 điểm/năm	1 đỏ · 2 cam · 11 vàng	~2030

Chưa phải khủng hoảng, nhưng cấu trúc đã dễ tổn thương. Tín dụng chưa vượt ngưỡng đỏ BIS, nhóm DN nhà ở vẫn dưới ba lần ranh Trung Quốc. Rủi ro nằm ở nhịp tăng (ngang Trung Quốc 2014–2020), ở mức tập trung (chủ đầu tư: VHM giữ 60% nợ vay nhóm nhà ở; ngân hàng: PCB, SHB, BVB) và ở tiền bán trước không có tài khoản giám sát.

KẾT LUẬN

Ba luật được viết lại theo hướng **mở cung đất**: tiền đất theo bảng giá × hệ số, thu hồi khi đã thỏa thuận trên 75%, đấu giá chỉ cần quy hoạch phân khu. Phía **dòng tiền** gần như giữ nguyên: vốn chủ 15–20%, không có tài khoản giám sát tiền bán trước, không trần tập trung ngân hàng, thời hạn thu hồi đất chậm còn bị lùi từ 36 lên 60 tháng. Trung Quốc đi ngược lại: sau năm năm điều chỉnh, gói 28/08/2026 bắt buộc cất nóc mới được bán, giám sát toàn bộ tiền bán trước và đủ 100% vốn tự có trước khi giải ngân.

Bài học không phải "siết như Trung Quốc", mà là **đặt khóa dòng tiền khi thị trường còn tốt**. Trung Quốc siết đòn bẩy đúng lúc đỉnh (2020) mà không có lối rút lui có trật tự, nên thu tiền đất, đầu tư và doanh số đều mất khoảng một nửa. Việt Nam còn thời gian vì tín dụng BĐS/GDP thấp hơn đỉnh Trung Quốc khoảng 10 điểm. Ở nhịp hiện tại, khoảng cách đó hết sau khoảng bốn năm.

PHÁP LÝ

01/3/2027 dự kiến hiệu lực

3 luật

- Bỏ giá đất cụ thể, bảng giá × hệ số
- Đất chậm: lũy tiến, thu hồi sau 60 tháng
- Bán trên giấy: phong tỏa 5%, không giám sát toàn bộ

TÍN DỤNG

≈37,9% GDP · TQ đỉnh 47,9%

- 25,5% tổng dư nợ, tăng 8,3% trong 6 tháng
- Gap ≈ +7, cao nhất từ 2009
- TPDN BĐS đáo hạn ≈ 246 nghìn tỷ 2026–27

DOANH NGHIỆP

357 nghìn tỷ nợ vay 24 DN nhà ở · 6/2026

- LR1 nhóm nhà ở 59% → 66% trong 18 tháng
- VHM chiếm 65% tài sản, 60% nợ vay
- Ngoài VHM: CFO âm liên tục 2022–2025

1 Ba luật viết lại toàn bộ: nới mạnh phía cung đất, gần như giữ nguyên phía dòng tiền

Luật Đất đai, Nhà ở và Kinh doanh BĐS ban hành 2023–2024 chưa kịp vận hành trọn vẹn đã được sửa liên tục. Riêng Luật Đất đai 2024 bị sửa bởi 12 luật khác và Nghị quyết 254/2025 (hiệu lực 01/01/2026). Ba dự thảo thay thế đang trình Kỳ họp thứ 2 Quốc hội khóa XVI, dự kiến cùng hiệu lực 01/3/2027. Nhãn trong bảng cho biết mức độ chắc chắn: *văn bản gốc* là văn bản đã ban hành, *dự thảo* là file của cơ quan soạn thảo, *báo chí* là nội dung bản trình sau tháng 7 chưa có văn bản gốc.

Chủ đề	Luật hiện hành (2023–2024)	NQ 254 (từ 01/01/2026) và dự thảo 2026	Tác động
Giá đất	Định giá cụ thể theo nguyên tắc thị trường (LĐĐ Điều 158, 160); bảng giá đất điều chỉnh hằng năm	NQ 254: tiền SDĐ = **bảng giá × hệ số**, giá cụ thể chỉ còn cho lấn biển văn bản gốc. Dự thảo: **bỏ hẳn giá đất cụ thể**, bỏ cụm "nguyên tắc thị trường"; HĐND tỉnh quyết bảng giá, hệ số, tỷ lệ thu dự thảo	Nghĩa vụ tài chính chốt nhanh, hết cảnh "treo" tiền đất; nhưng giá đất trở thành biến số hành chính của tỉnh
Thu hồi, giao đất	Duyệt phương án bồi thường trước; đấu giá cần quy hoạch 1/500	Thu hồi phần còn lại khi đã thỏa thuận **>75%**; thu hồi trước khi duyệt phương án; đấu giá chỉ cần quy hoạch phân khu văn bản gốc. Dự thảo thêm giao đất không đấu giá khi đấu giá hỏng 2 lần dự thảo	Cung đất dự án tăng nhanh; rút ngắn thời gian pháp lý
Dự án chậm tiến độ	Không dùng 12 tháng / chậm 24 tháng → gia hạn 24 tháng có nộp tiền → thu hồi không bồi thường (LĐĐ 81.8)	Bỏ gia hạn 24 tháng; nộp **tiền lũy tiến hằng năm**, quá **60 tháng** thu hồi báo chí; mức lũy tiến giao Chính phủ	Chi phí giữ đất tăng dần nhưng mốc thu hồi lùi xa (36 → 60 tháng)
Bán nhà hình thành trong tương lai	Cọc ≤5%; lần đầu ≤30%; trước bàn giao ≤70%; chưa có sổ ≤95%; bảo lãnh bắt buộc	Bản 02/7 bỏ trần 30/70% dự thảo; bản tháng 9 khôi phục 30/95%, **5% cuối vào tài khoản phong tỏa** báo chí. Không có tài khoản giám sát toàn bộ tiền bán trước, không giới hạn tỷ lệ bán trước	Người mua vẫn tài trợ phần lớn dự án; rủi ro dòng tiền không đổi
Vốn chủ đầu tư	≥20% (dự án <20 ha), ≥15% (≥20 ha); dư nợ/VCSH theo NĐ 96	Giữ nguyên 20/15%; thêm mã định danh, tài khoản trên hệ thống thông tin; huy động vốn theo tiến độ giao đất dự thảo	Không siết đòn bẩy
Nhà ở xã hội, nhà giá phù hợp	Quỹ đất 20%; Sở thẩm định giá	NQ 201: Quỹ nhà ở quốc gia, giao chủ đầu tư không đấu thầu văn bản gốc. Dự thảo: bỏ tỷ lệ cứng 20%; thêm **nhà ở thương mại giá phù hợp** (giá đất theo bảng giá, cấm bán lại 5 năm) dự thảo	Thêm cung phân khúc vừa túi tiền
Thuế	TNCN 2% giá chuyển nhượng	Luật 109/2025 giữ 2%, không đánh trên lãi, không theo thời gian nắm giữ văn bản gốc. Thuế nhà thứ hai, nhà bỏ trống: chưa có dự thảo	Chưa có công cụ thuế chống đầu cơ

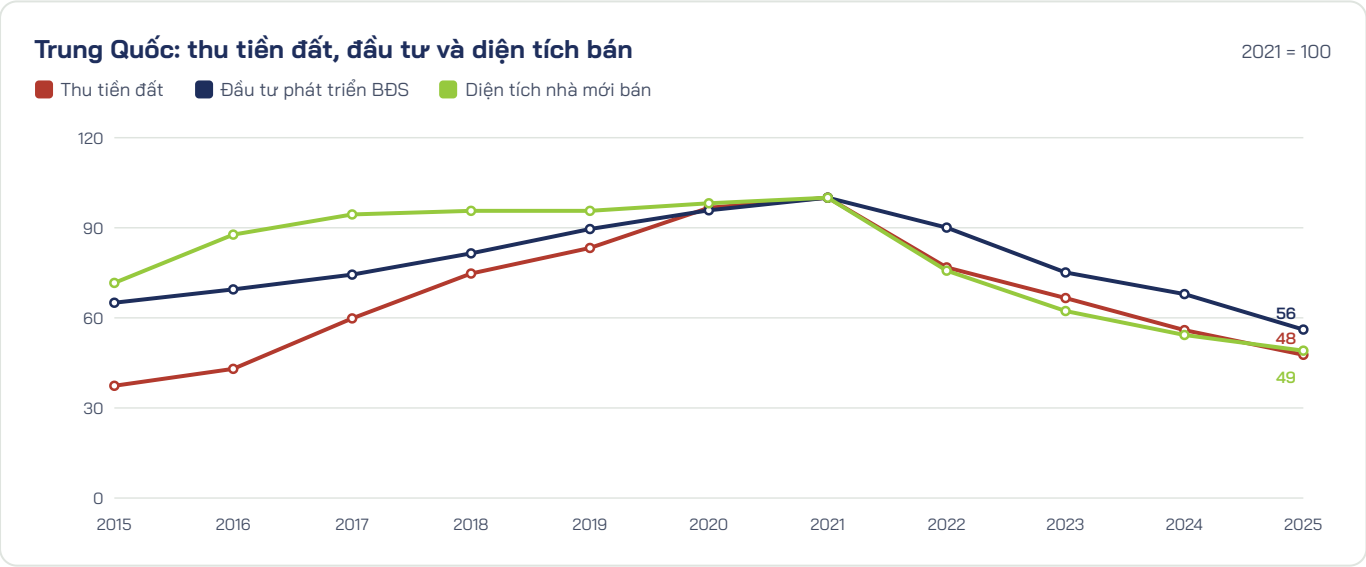
Chủ đề	Luật hiện hành (2023–2024)	NQ 254 (từ 01/01/2026) và dự thảo 2026	Tác động
Hiệu lực	01/8/2024	Ba luật trình Kỳ họp thứ 2 (10/2026), dự kiến cùng hiệu lực **01/3/2027**; NQ 254 bị bãi bỏ khi Luật Đất đai mới có hiệu lực dự thảo	Năm 2027 là năm chuyển tiếp

Nguồn: NQ 254/2025/QH15, NQ 201/2025/QH15, NQ 171/2024/QH15, Luật 109/2025/QH15 (văn bản gốc); dự thảo Luật Đất đai 20/7/2026 (mae.gov.vn), dự thảo Luật KDBĐS và Luật Nhà ở 02/7/2026 (moc.gov.vn); AAS tổng hợp.

Điểm chung của các thay đổi là **tháo điểm nghẽn thủ tục**: dự án không còn phải chờ định giá đất cụ thể, không bị "kẹt" ở nhóm 25% hộ chưa thỏa thuận, không cần quy hoạch 1/500 mới được đấu giá. Đây là các nút thắt chính làm nguồn cung căn hộ giai đoạn 2019–2024 thiếu hụt. Ngược lại, các điều khoản về dòng tiền (vốn chủ, tiền bán trước, tín dụng) gần như không đổi. Hai thay đổi đáng chú ý nhất về rủi ro:

- **Giá đất thành biến số hành chính.** Dự thảo bỏ cụm "nguyên tắc thị trường" và giao HĐND tỉnh quyết bảng giá, hệ số, tỷ lệ thu. Nghĩa vụ tài chính chốt nhanh hơn, nhưng giá vốn đất của dự án có thể đổi theo chu kỳ ngân sách của tỉnh.
- **Đất chậm triển khai được "giữ" lâu hơn.** Luật 2024 thu hồi sau tối đa 12/24 tháng cộng 24 tháng gia hạn. Bản trình UBTVQH thu tiền lũy tiến và thu hồi sau 60 tháng. Nếu mức lũy tiến thấp, chủ đầu tư có thêm thời gian ôm đất chờ giá; mức cụ thể giao Chính phủ.

2 Trung Quốc: siết đòn bẩy đúng đỉnh 2020, năm năm sau các chỉ tiêu vẫn chỉ còn một nửa



Nguồn: Bộ Tài chính TQ, Cục Thống kê TQ (NBS); AAS tính.

- **2021 → 2025:** thu tiền đất −52%, đầu tư phát triển BĐS −44%, diện tích bán −51%, doanh số −54%. 8 tháng 2026 vẫn giảm tiếp 13–29%.
- **Tiền đất / thu ngân sách tự có địa phương:** 84% (2020) → 34% (2025). Khủng hoảng BĐS thành khủng hoảng ngân sách địa phương và LGFV.
- **Giá nhà thực** giảm 22% từ đỉnh (BIS, đến 2025); 8/2026 nhà mới thành phố hạng 3 vẫn −4,1% so với cùng kỳ.
- **Đầu tư nhà ở/GDP:** 10,1% (2020) → 4,5% (2025); IMF ước 12,3% → 6,1%.
- **Chủ đầu tư:** Evergrande bị thanh lý (2024) và hủy niêm yết (2025); Country Garden tái cơ cấu nợ ngoài nước (12/2025); Vanke gia hạn từng phần 10 trái phiếu (8/2026).

Công cụ	Nội dung	Văn bản	Kết quả
Đất chậm triển khai	1 năm: phí 20% tiền đất; 2 năm: thu hồi không bồi thường	国土资源部令第53号 (2012)	Bị nới năm 2024: miễn trách nhiệm, nhà nước mua lại đất nhàn rỗi bằng trái phiếu chuyên dụng
Hệ số sử dụng đất	Cấm tự ý điều chỉnh; điều chỉnh được duyệt phải nộp bổ sung tiền đất theo giá lúc duyệt	国土资发〔2010〕204号; 建规〔2012〕22号	Năm 2024 lại cho điều chỉnh quy hoạch để giải cứu đất tồn
Ba lằn ranh đỏ (08/2020)	Nợ trừ tiền trước/TS <70%; nợ ròng/VCSH <100%; tiền/nợ ngắn hạn >1x; trần tăng nợ 0/5/10/15% theo màu	Thông cáo MOHURD–PBOC (không công khai văn bản)	Hạ đòn bẩy nhưng gây đứt gãy thanh khoản → nhà dở dang → doanh số và tiền đất sụp
Trần tập trung tín dụng BĐS (2021)	5 nhóm NH; tổng BĐS/mua nhà trên tổng dư nợ: 40/32,5%; 27,5/20%; 22,5/17,5%; 17,5/12,5%; 12,5/7,5%	银发〔2020〕322号	Ngân hàng an toàn, nhưng cộng hưởng với ba lằn ranh
Bán trước và giám sát tiền	Tài khoản giám sát; từ 08/2026 phải cất nóc từng tòa mới bán; đất mới ưu tiên bán nhà hoàn thiện; tiền vay mua nhà vào tài khoản giám sát	建房〔2022〕16号; 建房规〔2026〕3号	Hải Nam bán nhà hoàn thiện từ 2020; mất 6 năm mới thành chuẩn quốc gia
Vốn chủ dự án	Tối thiểu 20–25%; tiền mua đất phải là vốn tự có; từ 08/2026 phải đủ 100% vốn tự có trước giải ngân	国发〔2015〕51号; 银发〔2026〕171号	Chặn vòng "vay mua đất – bán trước – mua đất tiếp"
Lãi suất, trả trước	Nhà thứ hai LPR+60bp (2019) → LPR+20bp (2023); từ 09/2024 trả trước tối thiểu 15%	公告〔2019〕16号; 银发〔2023〕193号	Chênh lệch ưu đãi bị xóa dần khi thị trường suy
Danh sách trắng (2024)	Thành phố lập danh sách dự án để ngân hàng cho vay	建房〔2024〕2号	>7 nghìn tỷ NDT duyệt; cứu dự án, không cứu tập đoàn

Nguồn: văn bản gốc trên gov.cn, mnr.gov.cn, mohurd.gov.cn, pbc.gov.cn; AAS tổng hợp. Ba lằn ranh đỏ chỉ công bố qua thông cáo.

Bài học quan trọng nhất là thứ tự. Trung Quốc có quy tắc giữ đất rất cứng từ 2012 (thu hồi sau 2 năm) và khóa quy hoạch từ 2010, nhưng chính nhà nước nới các quy tắc này năm 2024 khi thị trường giảm. Công cụ thực sự ngăn đổ vỡ dây chuyền là **giám sát tiền bán trước** thì mất sáu năm (2020–2026) mới thành chuẩn quốc gia. Khi siết đòn bẩy (2020) đi trước khóa dòng tiền, doanh nghiệp không còn vốn để hoàn thiện nhà đã bán, người mua ngừng trả nợ, doanh số và tiền đất sụp theo.

3 Đặt hai bộ công cụ cạnh nhau: Việt Nam có phạt giữ đất, nhưng thiếu bốn khóa dòng tiền

Khóa an toàn	Trung Quốc	Việt Nam (hiện hành → dự thảo)	Khoảng trống
Phạt giữ đất	20% sau 1 năm, thu hồi sau 2 năm	Gia hạn 24 tháng có nộp tiền → lũy tiến, thu hồi sau 60 tháng	VN lỏng hơn về thời hạn
Khóa quy hoạch	Cấm tự ý điều chỉnh hệ số; nộp bù theo giá mới	Nộp bù theo bảng giá × hệ số × tỷ lệ thu	Tương đương; VN phụ thuộc hệ số tỉnh
Đòn bẩy chủ đầu tư	Ba lằn ranh; 100% vốn tự có trước giải ngân (2026)	VCSH ≥15–20%; dư nợ/VCSH theo nghị định	**Thiếu** chuẩn thanh khoản theo nợ ngắn hạn

Khóa an toàn	Trung Quốc	Việt Nam (hiện hành → dự thảo)	Khoảng trống
Trần tập trung ngân hàng	5 nhóm, trần 12,5–40% tổng dư nợ	Chỉ có hệ số rủi ro (TT 22/2023, TT 14/2025) và LDR	**Thiếu** trần tỷ trọng
Tiền bán trước	Tài khoản giám sát toàn bộ; cất nóc mới bán	Bảo lãnh; phong tỏa 5% cuối (bản 9/2026)	**Thiếu** tài khoản giám sát và điều kiện tiến độ
Giải ngân vay mua nhà	Nhà bán trước: giải ngân sau nghiệm thu (2026)	Giải ngân theo tiến độ thanh toán hợp đồng	**Thiếu**
Thuế đầu cơ	Thí điểm thuế BĐS chưa triển khai	TNCN 2% giá bán; chưa có thuế nhà thứ hai	Cả hai đều chưa có

Nguồn: mục 1 và 2; AAS tổng hợp.

Việt Nam đã có hoặc sắp có các công cụ **phía đất** tương tự Trung Quốc (phạt giữ đất, nộp bù khi đổi quy hoạch). Thứ còn thiếu nằm ở **phía tiền**: chuẩn thanh khoản theo nợ ngắn hạn của chủ đầu tư, trần tỷ trọng BĐS của từng ngân hàng, tài khoản giám sát tiền bán trước và điều kiện giải ngân vay mua nhà theo tiến độ xây dựng. Đây chính là bốn công cụ Trung Quốc phải bổ sung muộn, sau khi khủng hoảng đã xảy ra.

Tài khoản giám sát tiền bán trước: công cụ rẻ nhất nếu làm khi thị trường còn tốt

Tài khoản giám sát (tài khoản ký quỹ) là cách giữ tiền qua bên thứ ba, thường là ngân hàng. Tiền người mua trả không vào thẳng tài khoản chủ đầu tư mà nằm trong tài khoản riêng của dự án; ngân hàng chỉ giải ngân khi đạt mốc xây dựng đã thỏa thuận (xong móng, cất nóc, nghiệm thu), có xác nhận tiến độ. Tiền chỉ được dùng cho chính dự án đó: không thể lấy tiền dự án A đi mua đất dự án B hay trả nợ trái phiếu. Nếu dự án dừng, phần tiền còn lại vẫn được giữ cho người mua.

	Bảo lãnh ngân hàng (VN đang dùng)	Phong tỏa 5% (dự thảo 9/2026)	Giám sát toàn bộ (TQ, nhiều nước)
Tiền người mua đi đâu	Vào tài khoản chủ đầu tư, dùng tự do	95% dùng tự do; 5% cuối bị giữ đến khi có giấy chứng nhận	Toàn bộ nằm trong tài khoản riêng của dự án, rút theo tiến độ
Bảo vệ khi dự án đổ	Ngân hàng hoàn tiền nếu không bàn giao; phí cao, nhiều nơi bảo lãnh hình thức	Chủ yếu để buộc chủ đầu tư làm giấy chứng nhận	Tiền không bị rút sang chỗ khác ngay từ đầu
Chặn vòng "bán trước → mua đất mới"	Không	Không	**Có**

Nguồn: Luật KDBĐS 2023 Điều 26; dự thảo KDBĐS (bản tháng 9/2026 theo thông tin công khai); 建房〔2022〕16号, 建房规〔2026〕3号; AAS tổng hợp.

Vì sao quan trọng. Khủng hoảng Trung Quốc lan rộng phần lớn vì các tập đoàn như Evergrande dùng tiền bán trước của dự án này để mua đất, trả nợ ở chỗ khác. Khi dòng tiền đứt, hàng triệu căn đã bán không được xây xong; người mua ngừng trả nợ, doanh số sụp, kéo theo thu ngân sách từ đất. Tài khoản giám sát chặn đúng cơ chế lây lan đó. **Cái giá** là chủ đầu tư mất một nguồn vốn rẻ, phải dùng nhiều vốn chủ và vay ngân hàng hơn; giá vốn có thể tăng nhẹ và doanh nghiệp nhỏ khó làm dự án hơn. Vì vậy cần áp dụng theo lộ trình, không đột ngột như cách Trung Quốc siết năm 2020.

4 Mô hình giá vốn BĐS: luật mới hạ chi phí thời gian, nhưng biến tiền đất thành biến số của tỉnh

Giá vốn / m² bán = Xây dựng ÷ hệ số sàn bán + Tiền đất ÷ sàn bán + Chi phí vốn × số năm pháp lý + Chi phí giữ đất + Lợi nhuận yêu cầu

AAS xây dựng mô hình xác định **giá vốn của một m² sàn bán** từ năm cấu phần: xây dựng, đất, chi phí vốn theo thời gian, chi phí giữ đất và lợi nhuận yêu cầu. Giá bán cao hơn giá vốn kéo dài là dấu hiệu đầu cơ; thấp hơn là dấu hiệu nguồn cung mới sẽ ngừng. Luật mới tác động vào từng cấu phần như sau:

Cấu phần giá vốn / m² bán	Cách tính	Luật mới tác động	Chiều
Xây dựng	Suất đầu tư / hệ số sàn bán (≈0,65–0,75)	Không đổi	=
Đất	Bảng giá × hệ số × tỷ lệ thu ÷ diện tích sàn bán	Hết định giá cụ thể; hệ số và tỷ lệ thu do tỉnh quyết hằng năm	± theo tỉnh
Chi phí vốn theo thời gian	Lãi vay × vốn bị chôn × số năm pháp lý	Thu hồi 75%, đấu giá theo quy hoạch phân khu rút ngắn thời gian	↓
Chi phí giữ đất	Tiền lũy tiến khi chậm	Mới; mức chưa có	↑
Lợi nhuận yêu cầu	Phần bù rủi ro chủ đầu tư	Rủi ro pháp lý giảm; rủi ro chính sách tỉnh tăng	↓ / ±

Nguồn: AAS. Chiều tác động là định tính; mức lũy tiến và hệ số từng tỉnh chưa ban hành.

Hệ quả: chi phí thời gian giảm làm giá vốn giảm ở các dự án đang kẹt pháp lý, nên nguồn cung có thể tăng nhanh từ 2027. Nhưng phía cầu vẫn dựa vào tín dụng: khi giá đất do tỉnh quyết theo hệ số, khoảng cách giữa giá bán và giá vốn ít còn tín hiệu thị trường, và sức mua thực được quyết định bởi lãi suất và room tín dụng. Vì vậy mô hình cần đi kèm phía tín dụng ở mục 5–6. Việt Nam vẫn chưa có chỉ số giá nhà chính thức; các phép so sánh dưới đây dựa trên giá dự án, giá tham chiếu theo vị trí và số liệu của tư vấn BĐS.

Ví dụ: KDH Gladia Heights (Thủ Đức) — giá chào cao hơn giá hợp lý theo giá vốn khoảng 20–30%

Gladia Heights gồm 3 tháp 15 tầng trên 12.612 m² đất (hệ số sử dụng đất 5,43), 616 căn hộ và 23 căn thương mại, tổng sàn xây dựng 86.302 m², sàn căn hộ 50.516 m². Chủ đầu tư là Đoàn Nguyên (KDH 50,85%, Keppel 49%); khởi công 01/2026, mở bán 01/08/2026, bàn giao dự kiến Q4/2027. Đất được giao có thu tiền sử dụng đất từ 2012–2015 nên chi phí đất lấy theo sổ sách hàng tồn kho, không theo bảng giá mới.

Cấu phần	Tỷ đồng	Triệu/m² sàn bán	Cơ sở
Đất + hạ tầng	1.370	25,8	Hàng tồn kho dự án Đoàn Nguyên 2022 (3.258 tỷ) × tỷ lệ đất ở chung cư 42% **ước tính**
Xây dựng	1.000	18,9	Tổng mức đầu tư xây dựng chung cư theo văn bản Sở Xây dựng 2165/SXD (20/01/2026) **văn bản gốc**
Chi phí vốn	437	8,2	Lãi 9%/năm × tiền đất 3 năm + 50% vốn xây dựng 1,5 năm **ước tính**
Giá vốn	**2.806**	**52,9**	
Bán hàng, quản lý (5%) và lợi nhuận hợp lý (15% doanh thu)		13,2	Giá trước VAT = giá vốn ÷ (1 − 20%)
Giá hợp lý trước VAT		**66,2**	
Giá hợp lý gồm VAT		**70,2**	**VAT 10% trên giá trừ tiền đất**

Cấu phần	Tỷ đồng	Triệu/m² sàn bán	Cơ sở
Giá chào bán (8/2026)		83–91	Tim tường; chưa rõ đã gồm VAT báo chí

Nguồn: văn bản 2165/SXD-QLXDCT (20/01/2026), QĐ 436/QĐ-UBND (2022), BCTC hợp nhất KDH (thuyết minh hàng tồn kho), tài liệu bán hàng; AAS tính. Diện tích bán = sàn căn hộ + thương mại (53.004 m²).

Kết quả: giá vốn ≈ 53 triệu/m², giá hợp lý (đã gồm 5% bán hàng và 15% lợi nhuận) ≈ 66 triệu/m² trước VAT, ≈ 70 triệu/m² gồm VAT. Giá chào 83–91 triệu/m² cao hơn mức này khoảng 18–30% nếu đã gồm VAT; nếu chưa gồm VAT, biên lợi nhuận ngầm định của chủ đầu tư lên khoảng 31%. Chính sách bán (cashback 12%, hỗ trợ lãi suất 0% trong 24 tháng cho 75% giá trị) cho thấy giá thực thu thấp hơn giá chào đáng kể. Điểm đáng chú ý: tỷ lệ giá bán / chi phí xây dựng ở đây là 83 ÷ 18,9 ≈ 4,4 lần, nhưng phần lớn chênh lệch là đất và chi phí vốn, không phải bong bóng.

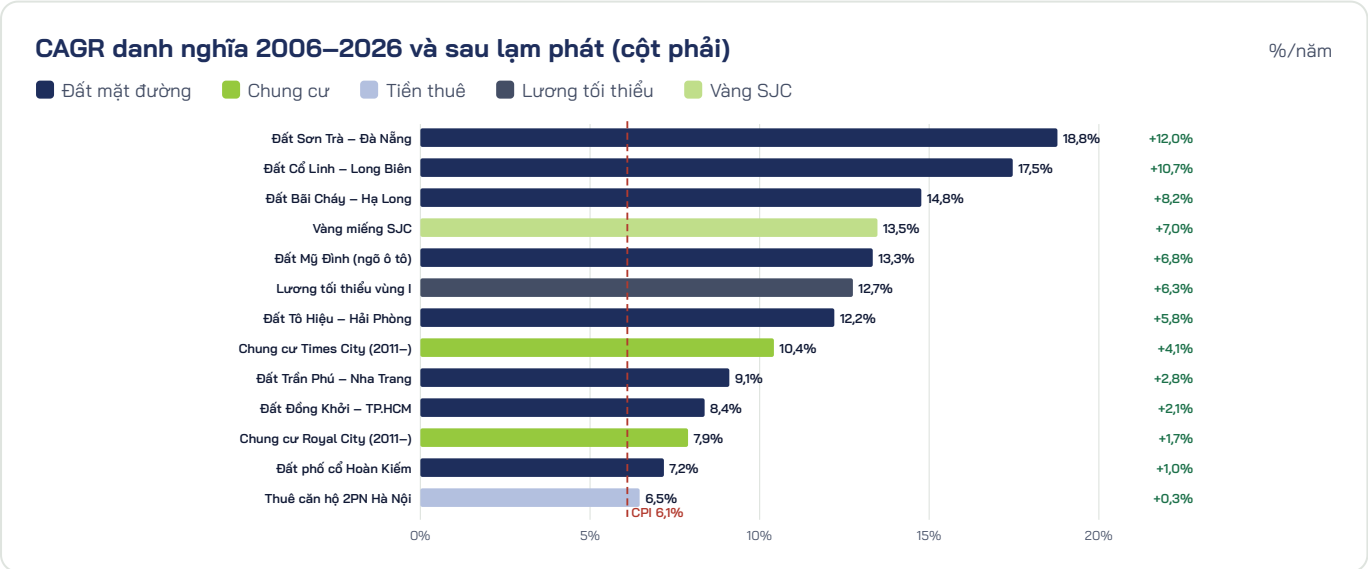
Độ nhạy: giá hợp lý gồm VAT theo giá đất và thời gian vốn bị chôn (triệu/m² sàn bán)

Giá đất (triệu/m² đất) ↓ · Số năm vốn chôn →	2 năm	3 năm	5 năm
50	46	47	50
108 (sổ sách)	**67**	**70**	**76**
200	100	106	118
300	136	145	163

Nguồn: AAS tính. Giá đất 108 triệu/m² đất là chi phí sổ sách đã phân bổ; 200–300 triệu/m² minh họa trường hợp dự án mới phải mua đất theo giá thị trường hiện nay.

Hàm ý: Gladia Heights có lợi thế đất giá cũ. Bảng giá đất 2026 của TP.HCM cho đường Mai Chí Thọ (phường An Khánh, cùng khu Đông) là 152,9 triệu/m² (NQ 87/2025/NQ-HĐND), chưa nhân hệ số điều chỉnh theo hệ số sử dụng đất. Một dự án mới cùng khu vực phải trả tiền đất 150–300 triệu/m² đất thì giá hợp lý lên khoảng 85–160 triệu/m², ngang hoặc cao hơn giá chào hiện tại. Đây là lý do giá sơ cấp tiếp tục tăng: giá vốn của nguồn cung mới, chủ yếu là tiền đất theo bảng giá × hệ số, đang cao hơn giá bán của các dự án có đất cũ. **Đối chứng The Privia** (Bình Tân, KDH): giá vốn ước 27–29 triệu/m², mở bán 11/2023 ở 48–53 triệu/m², thứ cấp nay 62–65 triệu/m².

Tăng giá 20 năm: đất vượt thu nhập, chung cư chỉ nhỉnh hơn lạm phát



Nguồn: AAS Research, "Giá tài sản và chi phí sống Việt Nam: CAGR 20 năm" (01/10/2026); giá đất là giá thị trường mặt đường, giá 2006 là ước tính (sai số ≈ ±2

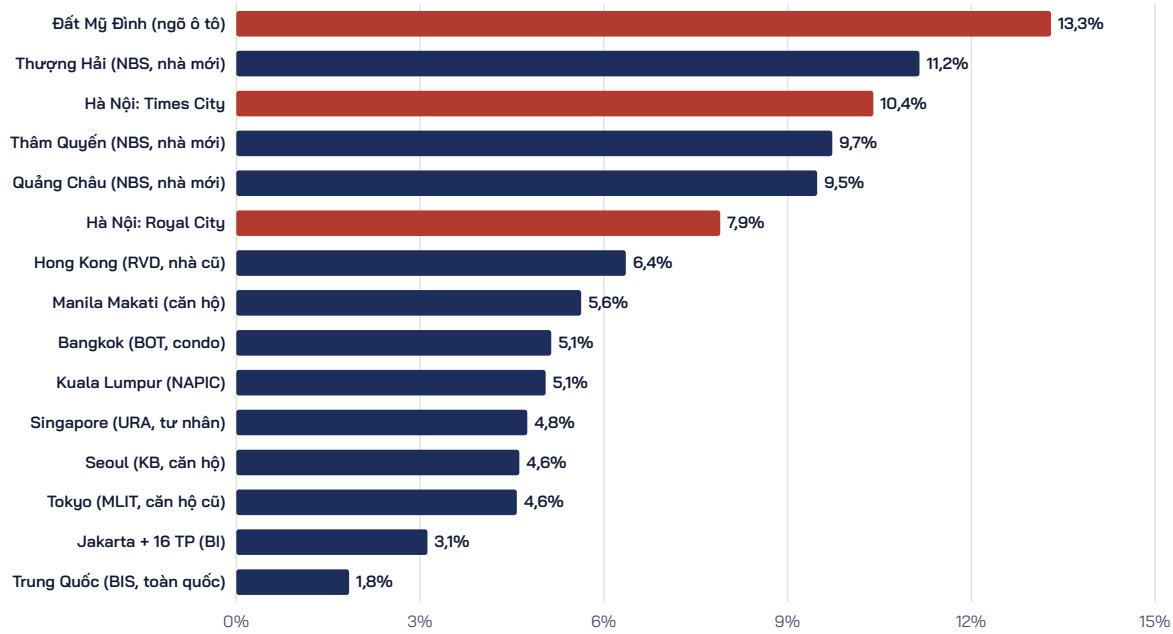
điểm %); CPI bình quân 6,1%/năm.

- **Đất mặt đường tăng 7–19%/năm**, trừ lạm phát còn 1–12%/năm. Nhóm tăng nhanh nhất là đất ven đô và ven biển vừa có hạ tầng mới (Long Biên, Sơn Trà, Bãi Cháy); đất lõi trung tâm (Đồng Khởi, Hoàn Kiếm) chỉ 7–8%/năm vì xuất phát đã cao.
- **Chung cư tăng 8–10%/năm** (Times City, Royal City từ 2011), thực chỉ 2–4%/năm, **chậm hơn lương tối thiểu (12,7%)**. Căn hộ ở khu đã hoàn thiện không đắt lên so với thu nhập; áp lực giá nằm ở đất và ở dự án mới, nơi tiền đất theo bảng giá mới chiếm tỷ trọng lớn hơn.
- **Tiền thuê chỉ tăng 6,5%/năm**, ngang lạm phát, trong khi giá mua tăng nhanh hơn: lợi suất cho thuê gộp chung cư Hà Nội còn khoảng 2%/năm, thấp hơn lãi tiết kiệm. Đây là dấu hiệu giá được định bởi kỳ vọng tăng giá và tín dụng, không bởi dòng tiền thuê.
- Các vị trí trên được chọn vì có giá tham chiếu, không phải chỉ số toàn thị trường; vị trí tăng mạnh dễ được chọn hơn (thiên lệch chọn mẫu).

So với châu Á: Việt Nam đang tăng giá với nhịp của Trung Quốc hạng 1 trước đỉnh

CAGR giá nhà: Việt Nam và các thành phố châu Á

%/năm danh nghĩa · đỏ: Việt Nam



Thành phố / chuỗi	Kỳ	CAGR danh nghĩa	CAGR thực (trừ CPI)	CAGR thu nhập	Giảm từ đỉnh
Đất Mũ Đình (ngõ ô tô)	**2006–2026**	**13,3%**	**+6,8%**	**12,7%**	**—**
Thượng Hải (NBS, nhà mới)	2006–2024	11,2%	+8,6%	10,6%	—
Hà Nội: Times City	**2011–2026**	**10,4%**	**+4,1%**	**12,7%**	**—**
Thâm Quyến (NBS, nhà mới)	2006–2024	9,7%	+7,2%	10,6%	−24%
Quảng Châu (NBS, nhà mới)	2006–2024	9,5%	+7,0%	10,6%	—
Hà Nội: Royal City	**2011–2026**	**7,9%**	**+1,7%**	**12,7%**	**—**
Hong Kong (RVD, nhà cũ)	2006–2026	6,4%	+3,8%	3,0%	−19%

Thành phố / chuỗi	Kỳ	CAGR danh nghĩa	CAGR thực (trừ CPI)	CAGR thu nhập	Giảm từ đỉnh
Manila Makati (căn hộ)	2008–2026	5,6%	+1,9%	6,2%	−17%
Bangkok (BOT, condo)	2008–2026	5,1%	+3,7%	−0,7%	—
Kuala Lumpur (NAPIC)	2009–2026	5,1%	+3,0%	6,5%	−2%
Singapore (URA, tư nhân)	2006–2026	4,8%	+2,5%	4,8%	—
Seoul (KB, căn hộ)	2006–2026	4,6%	+2,3%	4,7%	—
Tokyo (MLIT, căn hộ cũ)	2007–2025	4,6%	+3,6%	0,6%	−2%
Jakarta + 16 TP (BI)	2006–2026	3,1%	−1,3%	9,7%	—
Trung Quốc (BIS, toàn quốc)	2006–2026	1,8%	−0,2%	9,8%	−23%

Nguồn: RVD (Hong Kong), URA (Singapore), KB Kookmin (Seoul), MLIT (Tokyo), BOT (Bangkok), NAPIC (Kuala Lumpur), Bank Indonesia, thông tin công khai của tư vấn BĐS (Makati), Cục Thống kê TQ (niên giám, bảng 35 thành phố: giá nhà ở mới bình quân 2006, 2021, 2024), BIS; CPI và thu nhập theo cơ quan thống kê từng nước; Việt Nam theo AAS Research (01/10/2026), thu nhập = lương tối thiểu vùng I. AAS tính.

Hai nhóm rõ rệt. Phần lớn thành phố châu Á tăng 3–6%/năm, chỉ cao hơn lạm phát 1–4 điểm và chậm hơn hoặc ngang thu nhập. Riêng **bốn thành phố hạng 1 Trung Quốc tăng 9,5–11%/năm (2006–2024)**, ngang chung cư Hà Nội (8–10%/năm), và đều cao hơn lạm phát Trung Quốc (2,3%/năm) 7–9 điểm. Đây chính là giai đoạn tạo bong bóng: giá tăng gần bằng lương danh nghĩa (10,6%/năm) nên giá/thu nhập không giảm, trong khi tín dụng BĐS/GDP tăng gấp đôi. Từ đỉnh 2021, giá bình quân Thâm Quyến giảm 24%, Bắc Kinh 18%; Thượng Hải vẫn cao hơn đỉnh vì cơ cấu chuyển sang căn hạng sang (giá bình quân phụ thuộc cơ cấu sản phẩm bán, không phải chỉ số giá cùng loại). Trung Quốc toàn quốc chỉ còn 1,8%/năm sau khi giảm 23% từ đỉnh.

Đắt hay rẻ so với thu nhập và khu vực: Hà Nội, TP.HCM thuộc nhóm đắt nhất châu Á

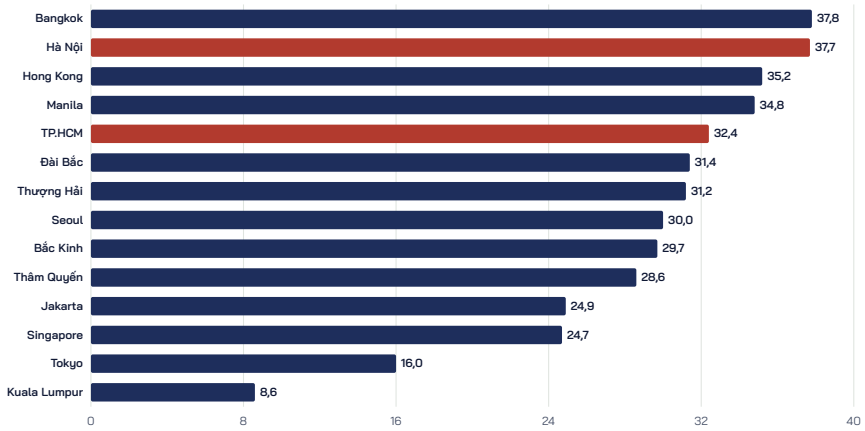
Bốn công thức dùng để đo: (1) **giá/thu nhập** = giá một căn ÷ thu nhập hộ một năm; (2) **trả góp/thu nhập** = tiền trả góp tháng ÷ thu nhập hộ tháng; (3) **số tháng thu nhập đầu người cho 1 m²**; (4) **lợi suất thuê gộp** = tiền thuê năm ÷ giá mua, so với lãi suất. Ngưỡng thường dùng: giá/thu nhập trên 5 là "rất khó mua" (Demographia), trả góp trên 30–40% thu nhập là quá sức.

Thành phố	Giá sơ cấp (tr/m², Q2/2026)	Thu nhập hộ (tr/tháng)	Giá căn 70 m² / thu nhập hộ năm	Trả góp / thu nhập (vay 70%, 20 năm, 12%)	Như trên, lãi 9%	Số tháng thu nhập đầu người cho 1 m²
Hà Nội	95	29,0	19,1	177%	145%	11,3
TP.HCM	76	25,6	17,3	160%	131%	9,4

Nguồn: thu nhập bình quân đầu người và quy mô hộ từ Khảo sát mức sống 2025 (Cục Thống kê); giá sơ cấp bình quân Q2/2026 chưa VAT theo thông tin công khai của tư vấn BĐS; AAS tính.

Giá nhà / thu nhập, giữa năm 2026

lần · Numbeo

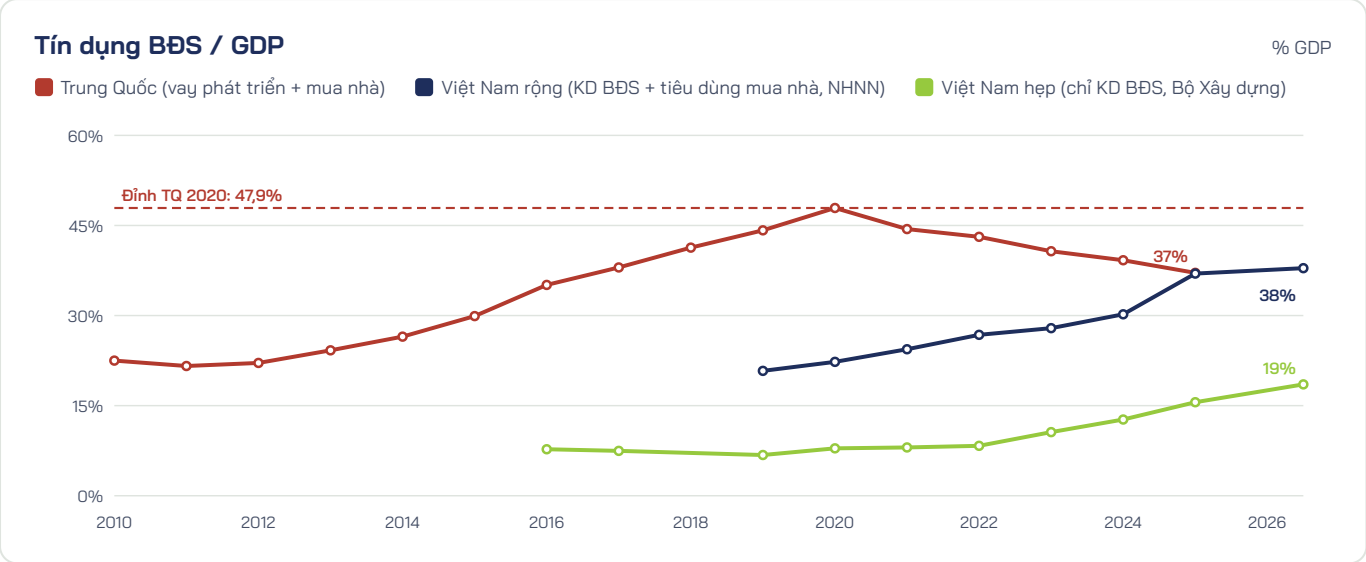


Thành phố	Giá/thu nhập	Trả góp/thu nhập	Lợi suất thuê gộp
Bangkok	37,8	309%	2,8%
Hà Nội	**37,7**	**386%**	**2,1%**
Hong Kong	35,2	249%	2,1%
Manila	34,8	334%	3,5%
TP.HCM	**32,4**	**340%**	**3,2%**
Đài Bắc	31,4	197%	1,4%
Thượng Hải	31,2	212%	1,9%
Seoul	30,0	218%	1,0%
Bắc Kinh	29,7	201%	2,0%
Thâm Quyến	28,6	198%	1,5%
Jakarta	24,9	278%	3,6%
Singapore	24,7	156%	2,8%
Tokyo	16,0	96%	2,9%
Kuala Lumpur	8,6	64%	4,5%

Nguồn: Numbeo Property Prices Index 2026 Mid-Year (số liệu do người dùng nhập; căn 90 m², thu nhập hộ = 1,5 × lương ròng, vay 100% trong 20 năm). Chỉ dùng để so sánh thứ hạng.

Kết luận: theo cách tự tính, một hộ ở Hà Nội cần khoảng 19 năm thu nhập, TP.HCM khoảng 17 năm, cho một căn 70 m² sơ cấp; trả góp vay 70% chiếm 1,3–1,8 lần thu nhập hộ. Theo Numbeo, Hà Nội (37,7) và TP.HCM (32,4) ngang Bangkok, Hong Kong, Manila và cao hơn Thượng Hải, Bắc Kinh, Thâm Quyến lúc các thành phố này đã điều chỉnh. Lợi suất thuê 2–4% thấp hơn lãi vay 9–12%. Giá đất so với thu nhập không có nghĩa sắp giảm, nhưng cho thấy cầu đang dựa vào tín dụng và kỳ vọng tăng giá, cùng cơ chế đã đẩy Trung Quốc lên đỉnh.

5 Tín dụng BĐS ≈ 37,9% GDP: bằng Trung Quốc năm 2017 và tăng cùng nhịp



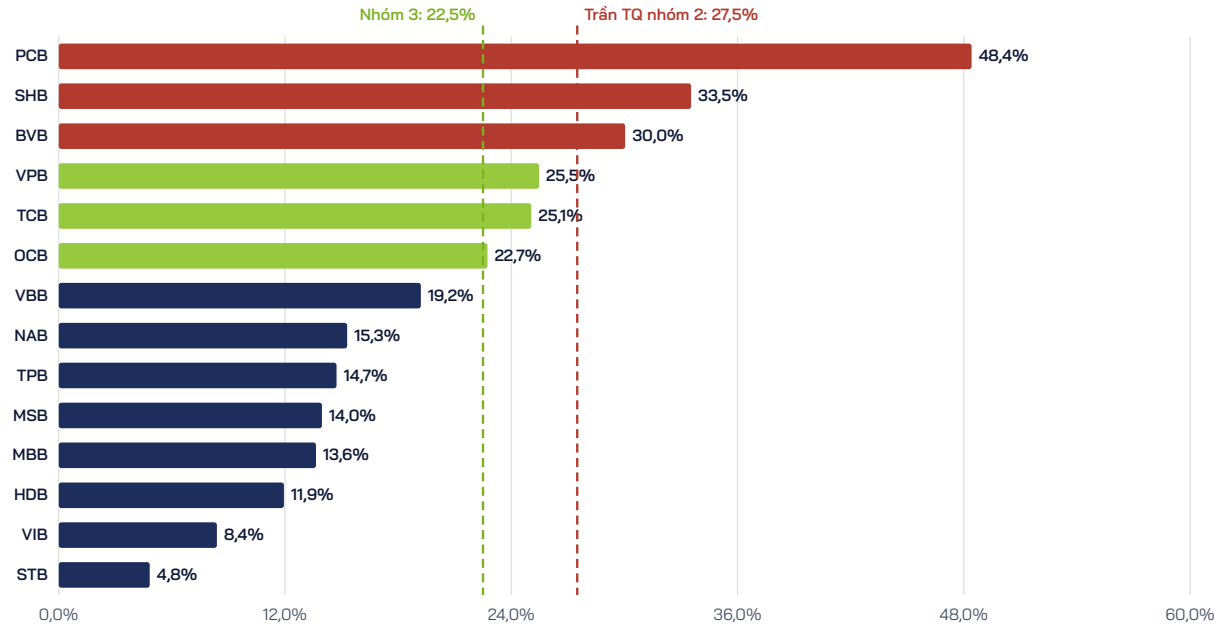
Nguồn: PBoC, NBS; NHNN (số công bố qua thông tin công khai), Cục Thống kê; điểm cuối VN = dư nợ 30/6/2026 trên GDP 4 quý Q3/2025–Q2/2026 (GSO). AAS tính.

- **Lớp hẹp tăng nhanh nhất.** Dư nợ kinh doanh BĐS (Bộ Xây dựng dẫn NHNN) tăng từ 522 nghìn tỷ (2019) lên 2.519 nghìn tỷ (6/2026), gấp 4,8 lần, tức ≈ 27%/năm; từ 6,8% lên 18,5% GDP. Đến 2019 định nghĩa còn gồm một phần vay mua nhà để cho thuê; từ Q3/2020 tách 8 nhóm (khu đô thị, văn phòng, KCN, nghỉ dưỡng...).
- **Hai lớp tín dụng BĐS.** Lớp rộng (NHNN) gồm cho vay kinh doanh BĐS và tiêu dùng mua, xây, sửa nhà: 5,15 triệu tỷ = 37,9% GDP. Lớp hẹp (Bộ Xây dựng) chỉ cho vay dự án: hơn 2,5 triệu tỷ ≈ 18% GDP.
- **Nhịp tăng:** 20,8% (2019) → 26,8% (2022) → 37,9% (6/2026). Riêng 6 tháng 2026 +8,3%, quy năm ≈ +17%.
- **So sánh đúng định nghĩa:** số TQ gồm vay phát triển và vay mua nhà, nên so với lớp rộng của VN. Năm 2026 NHNN tách tín dụng khách sạn, nghỉ dưỡng khỏi chỉ tiêu BĐS.
- **Số cuối 2025 chưa khớp:** tính ngược từ 5,146/1,083 ra ≈ 4,75 triệu tỷ, cao hơn mức tăng báo chí nêu; có thể do đổi khái niệm. AAS dùng 6/2026 làm điểm chuẩn.

Tập trung ở ngân hàng: một số ngân hàng đã vượt trần Trung Quốc chỉ với cho vay dự án

Tỷ trọng cho vay kinh doanh BĐS trên dư nợ khách hàng, 30/6/2026

% · NH có dư nợ > 20 nghìn tỷ



Nguồn: thuyết minh BCTC hợp nhất Q2/2026 (kho AAS, dòng "Bất động sản và tư vấn"); AAS tính. Chưa gồm vay mua nhà của cá nhân; VCB, CTG, BID, ACB không tách được dòng BĐS.

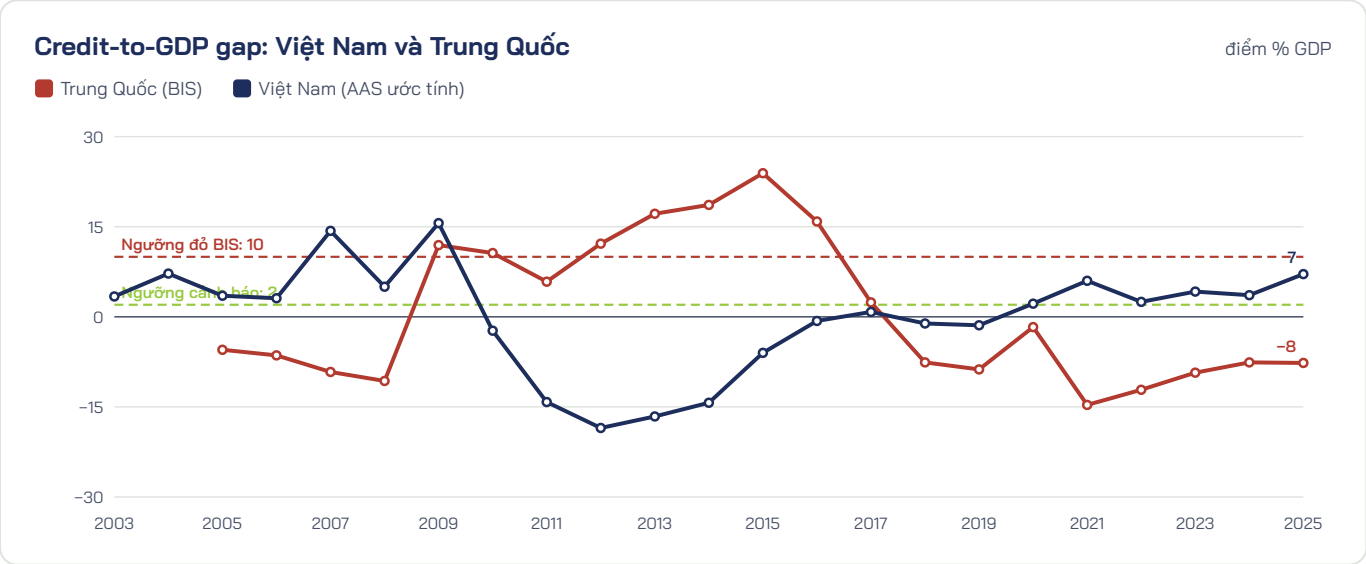
Trần của Trung Quốc tính trên **tổng** cho vay BĐS gồm cả vay mua nhà; nhóm 2 (ngân hàng cổ phần toàn quốc) là 27,5%, nhóm 3 là 22,5%. Ở Việt Nam, chỉ riêng cho vay dự án, PCB (48%), SHB (34%) và BVB (30%) đã vượt mức nhóm 2; VPB và TCB ở 25%. Cộng vay mua nhà, tỷ trọng thực còn cao hơn. Các dòng này lấy từ thuyết minh đã chuẩn hóa nên cần đối chiếu BCTC gốc từng ngân hàng.

6 Bảng cảnh báo sớm: Việt Nam ở vùng vàng về tín dụng, chưa có dấu hiệu bong bóng xây dựng

Chỉ báo	Ngưỡng	TQ: đỉnh → nay	Các nước lúc khủng hoảng	VN hiện tại	Đánh giá
Credit-to-GDP gap (BIS)	>2 vàng, >10 đỏ	+25,5 (2016) → −5,1	Nhật +19; Mỹ +12; TBN +34; Ireland +69; Thái +38; Hàn +13	≈ +7,1 (2025) ước tính	VÀNG
Tín dụng/GDP tăng 3 năm	>15–20 điểm	+37 (2012–15)	Nhật +24; Mỹ +18; TBN +46; Thái +57	+19,7 (2022–25) ước tính	VÀNG–ĐỎ
Tín dụng BĐS/GDP	Không có ngưỡng chung	47,9% (2020) → 37,1%	Không cùng định nghĩa	≈ 37,9% (6/2026)	VÀNG
Tỷ trọng BĐS / tổng dư nợ	TQ trần 12,5–40% theo nhóm NH	29% (2019) → 18%	–	25,5% (6/2026)	VÀNG
Tín dụng tư nhân/GDP	Không có ngưỡng chung	204%	Nhật 208; Mỹ 169; TBN 220; Thái 234; Hàn 155	≈ 148% (30/9/2026)	XANH

Chỉ báo	Ngưỡng	TQ: đỉnh → nay	Các nước lúc khủng hoảng	VN hiện tại	Đánh giá
Nợ hộ gia đình/GDP	>60% hại tiêu dùng, >80% hại tăng trưởng	60,6% → 58%	Mỹ 98; TBN 82; Ireland 106; Nhật 68	≈ 62% (2025) **ước tính**; cận dưới 47% (chỉ 26 NH niêm yết)	VÀNG
Đầu tư BĐS/GDP	≈ 7–8% nhà ở (kinh nghiệm)	Phát triển BĐS (gồm tiền đất) 14,5% (2014) → 5,9%; nhà ở 10,1% (2020) → 4,5%	Nhà ở: TBN 11,8; Ireland 13,5; Mỹ 6,6	Đầu tư KD BĐS ≈ 13% vốn đầu tư toàn xã hội ≈ 4–4,5% GDP (2024) **báo chí**; giá trị tăng thêm 4 quý đến Q2/2026: xây dựng 6,2% + KD BĐS 3,5% GDP	XANH
Tiền đất / thu NSĐP	Không có ngưỡng chung	84% (2020) → 34%	–	23% (2024); 36% dự toán 2026; Hà Nội 43%, Hưng Yên 61%	VÀNG
TPDN BĐS đáo hạn	–	–	–	2026 ≈ 125; 2027 ≈ 121 nghìn tỷ	VÀNG

Nguồn: BIS (credit gap, nợ hộ gia đình, giá nhà), NBS, PBoC, IMF, VBMA, NHNN, World Bank; gap Việt Nam do AAS tự tính bằng bộ lọc HP một phía (BIS không có chuỗi VN).



Nguồn: BIS; World Bank, NHNN, Cục Thống kê; AAS tính.

Nợ hộ gia đình ≈ 62% GDP: đã vượt ngưỡng 60% và cao hơn Trung Quốc

Định nghĩa chuẩn (BIS, IMF theo hệ thống tài khoản quốc gia SNA 2008): nợ hộ gia đình là dư nợ của khu vực hộ gia đình, gồm cá nhân và **hộ kinh doanh không có tư cách pháp nhân**, cộng các tổ chức phi lợi nhuận phục vụ hộ gia đình. Phạm vi gồm mọi khoản vay (mua nhà, tiêu dùng, thẻ, vay sản xuất kinh doanh của hộ) từ mọi bên cho vay: ngân hàng, công ty tài chính, quỹ tín dụng nhân dân, Ngân hàng Chính sách xã hội. Không gồm nợ của doanh nghiệp, kể cả doanh nghiệp do hộ sở hữu.

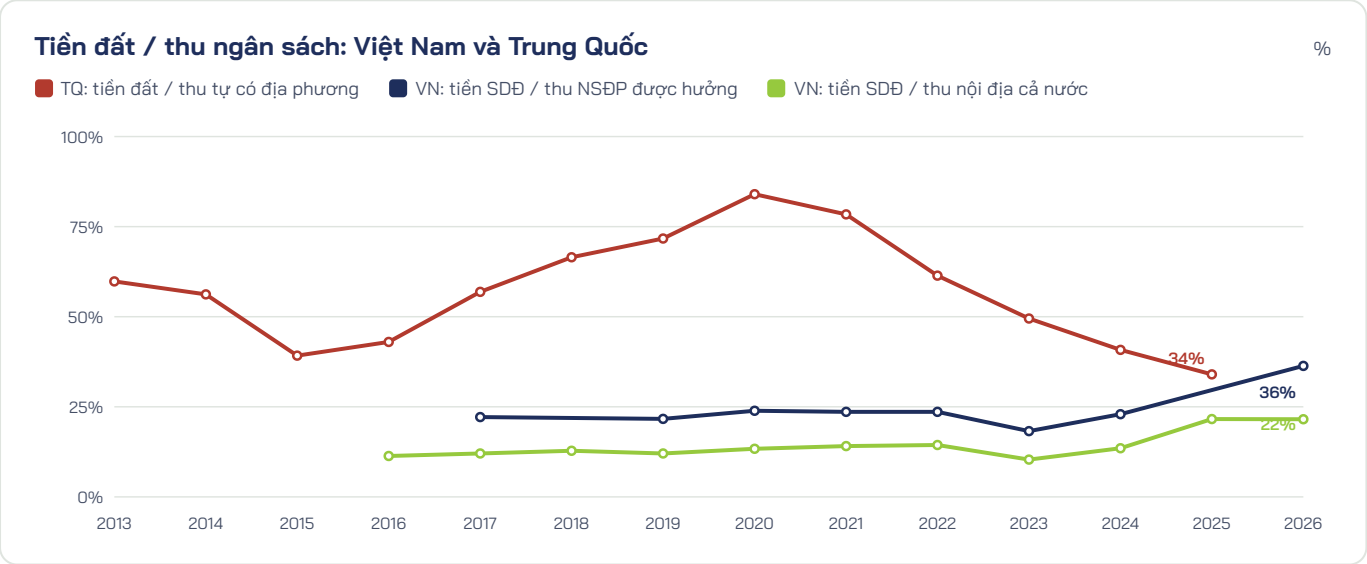
Cách AAS tính từ kho. Thuyết minh BCTC ngân hàng có khối "cho vay phân theo nhóm khách hàng" với dòng **Cá nhân** (gồm cá nhân và hộ kinh doanh), khớp gần đúng phạm vi SNA. Cộng 26 ngân hàng niêm yết năm 2025 được 6,06 triệu tỷ, tức **47% GDP**; đây là cận dưới. Áp tỷ trọng cá nhân của mẫu (42,9%) lên tổng dư nợ toàn hệ thống được ≈ 7,98 triệu tỷ, tức **≈ 62% GDP**. Chuỗi ước tính tăng từ 27% (2015) lên 45% (2019), 59% (2022) và 62% (2025). Số thực có thể cao hơn: Agribank không niêm yết nhưng cho vay hộ chiếm tỷ trọng lớn, và Ngân hàng Chính sách xã hội có thể nằm ngoài tổng dư nợ NHNN công bố.

Hàm ý. Mức này vượt ngưỡng 60% mà nghiên cứu BIS (Lombardi, Mohanty, Shim 2017) cho là bắt đầu làm giảm tiêu dùng, và cao hơn Trung Quốc (58%) dù thu nhập bình quân thấp hơn nhiều. Vay mua nhà nằm trong khoản nợ này: một cú sốc giá BĐS sẽ đi qua bảng cân đối hộ gia đình, không chỉ qua chủ đầu tư.

Ngưỡng 10 điểm từng cảnh báo đúng ở Việt Nam: gap vượt 14 điểm năm 2007 và 2009, trước giai đoạn giá BĐS và nợ xấu đổ vỡ 2011–2013. Hiện gap ≈ +7, cao nhất từ 2009 nhưng chưa tới ngưỡng. Khác Trung Quốc và Tây Ban Nha, rủi ro của Việt Nam không nằm ở quy mô xây dựng (chưa có dấu hiệu đầu tư nhà ở vượt 8% GDP) mà ở **tốc độ tín dụng và mức tập trung**.

Tiền đất trong ngân sách: Việt Nam đang tăng phụ thuộc đúng lúc Trung Quốc giảm

Ở Trung Quốc, tiền bán quyền sử dụng đất từng bằng 84% thu ngân sách tự có của địa phương (2020); khi thị trường giảm, khoản này mất hơn một nửa và kéo theo khủng hoảng ngân sách địa phương. Việt Nam có cơ chế tương tự: tiền sử dụng đất để lại 100% cho địa phương và chủ yếu dùng cho đầu tư phát triển.



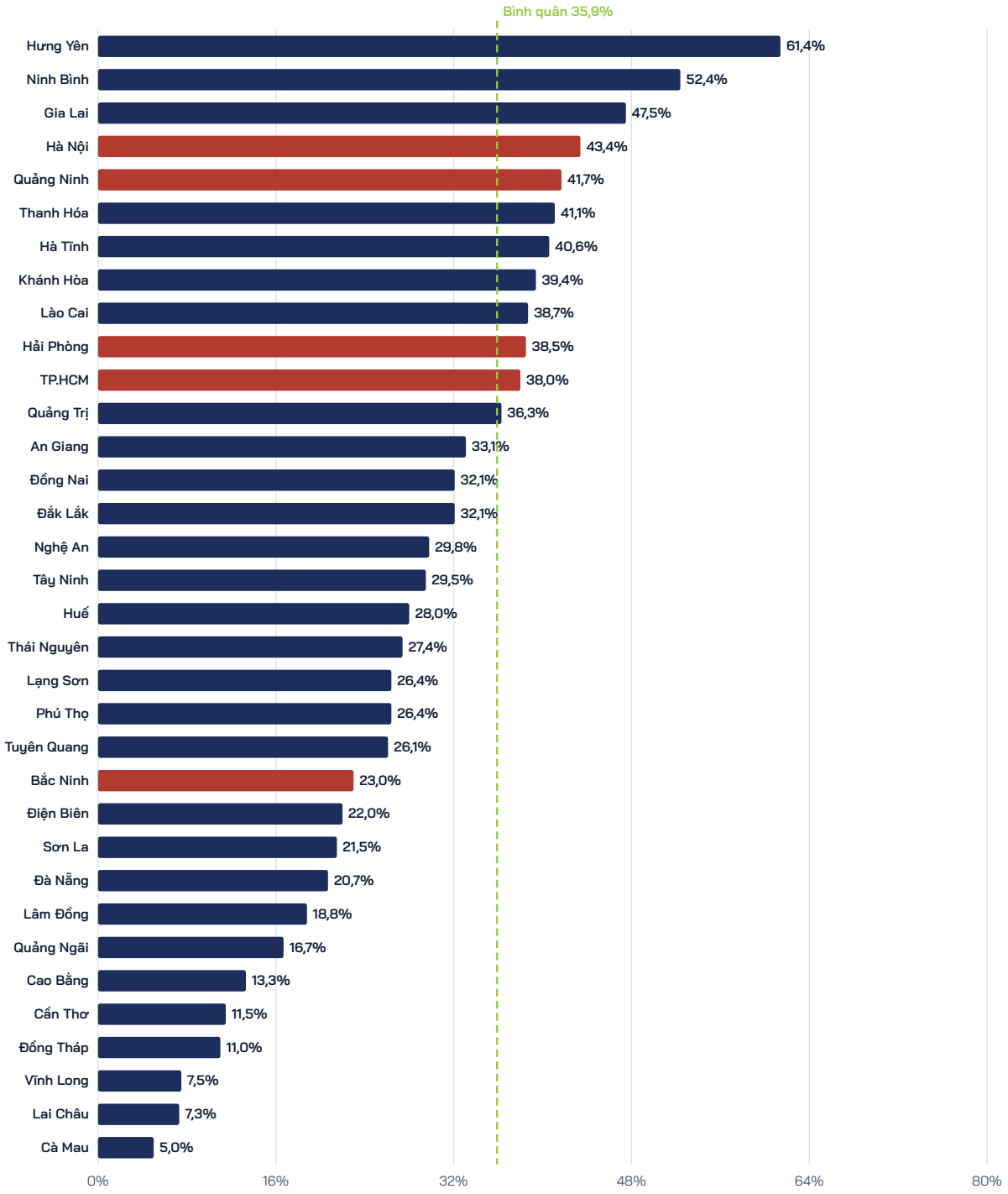
Nguồn: Bộ Tài chính (quyết toán NSNN 2016–2024; ước thực hiện 2025 báo cáo 13/4/2026; dự toán 2026 QĐ 4035/QĐ-BTC); Bộ Tài chính TQ; AAS tính. Điểm 2026 của VN là dự toán.

Chỉ tiêu	Việt Nam	Trung Quốc (thu NSĐP = thu tự có)
Tiền đất / thu NSĐP	23% (2024, quyết toán); 36% (dự toán 2026)	84% (2020, đỉnh) → 34% (2025)
Tiền đất / thu nội địa	13,5% (2024) → 21,6% (2025, ước); 8T/2026 19,0%	—
Tiền đất / GDP	2,0% (2024) → 3,9% (2025)	7,4% (2021, đỉnh) → 3,0% (2025)
Tỉnh cao nhất (DT 2026)	Hưng Yên 61%, Ninh Bình 52%, Gia Lai 48%, Hà Nội 43%	—

Nguồn: như trên; GDP danh nghĩa Cục Thống kê VN, NBS. AAS tính.

Tiền sử dụng đất + thuê đất / thu NSĐP được hưởng theo tỉnh, dự toán 2026

% · đỏ: địa phương được hỏi

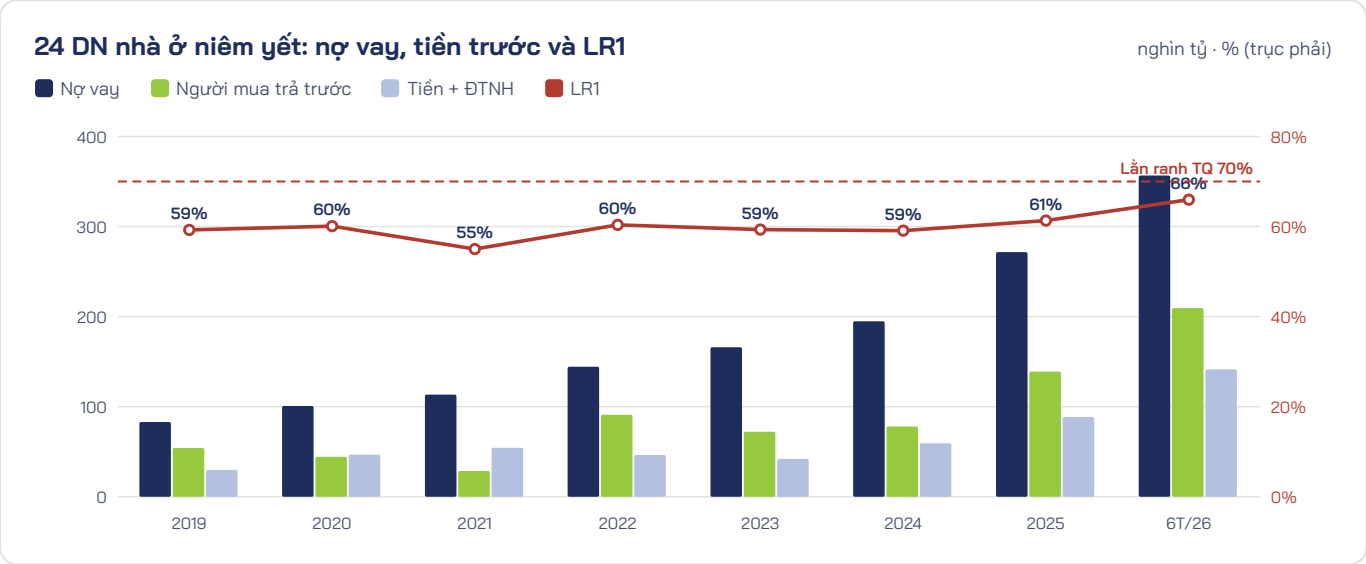


Nguồn: Bộ Tài chính, dự toán NSNN 2026 (Biểu 21/CK-NSNN), địa giới 34 tỉnh sau sắp xếp: Bắc Ninh gồm Bắc Giang cũ, Hải Phòng gồm Hải Dương cũ, TP.HCM gồm Bình Dương và Bà Rịa–Vũng Tàu cũ; AAS tính.

- **Cả nước:** tiền sử dụng đất tăng từ 233 nghìn tỷ (2024) lên khoảng 499 nghìn tỷ (2025), bằng 21,6% thu nội địa và 3,9% GDP — đã cao hơn tỷ lệ của Trung Quốc năm 2025 (3,0%) và bằng khoảng một nửa đỉnh Trung Quốc 2021. Dự toán 2026 tính tiền sử dụng đất bằng 36% thu ngân sách địa phương được hưởng (dự toán thường thấp hơn thực hiện nên tỷ lệ thực có thể khác).
- **Năm địa phương:** Hà Nội 43%, Quảng Ninh 42%, Hải Phòng 39%, TP.HCM 38%, Bắc Ninh (gồm Bắc Giang) 23%. Cao nhất là Hưng Yên 61% và Ninh Bình 52%: các tỉnh vệ tinh phát triển khu đô thị nhanh dựa nhiều nhất vào tiền đất.
- **Rủi ro:** bảng giá đất mới (NQ 254) làm tiền đất tăng mạnh, nhưng khoản thu này đi theo chu kỳ giao dịch. Nếu thị trường chững lại, các tỉnh có tỷ trọng trên 40% sẽ thiếu vốn đầu tư công — đúng cơ chế lan truyền ở Trung Quốc. Các

nước OECD chủ yếu thu thuế tài sản định kỳ thay vì bán quyền sử dụng đất, nên nguồn thu ổn định hơn và không có chỉ tiêu tương đương trực tiếp.

7 DN nhà ở niêm yết: đòn bẩy tăng nhanh từ 2024 và dồn vào một tập đoàn



Nguồn: BCTC hợp nhất (kho AAS); AAS tính.

Nghìn tỷ đồng	2019	2022	2024	2025	6T/2026
Tổng tài sản	413	816	1.037	1.337	1.700
Hàng tồn kho	172	283	308	398	513
Người mua trả trước	54	91	78	139	209
Nợ vay	**83**	**144**	**195**	**272**	**357**
VCSH	147	288	392	464	508
Nợ vay/VCSH	0,57	0,50	0,50	0,59	0,70
LR1: nợ trừ tiền trước / TS	59%	60%	59%	61%	66%
LR3: tiền / vay ngắn hạn	0,87x	0,77x	0,65x	0,95x	1,22x
CFO cả năm	51,9	15,5	−34,3	37,3	–

Nguồn: kho AAS; AAS tính. 6T/2026 là số dư 30/6.

Cách chọn mã. Ba lằn ranh đỏ của Trung Quốc được thiết kế cho chủ đầu tư nhà ở, nơi người mua trả trước tài trợ dự án. AAS chọn các mã thuộc ngành **BĐS dân cư** theo phân ngành ICB, có **vốn hóa từ 1.000 tỷ đồng** (giá 05/10/2026): 24 mã. Loại VIC (tập đoàn đa ngành, đã hợp nhất VHM nên tính sẽ trùng), CRE (môi giới), HTN (nhà thầu xây dựng); HDG (ICB xếp ngành điện), IJC (văn phòng cho thuê) và các mã vốn hóa dưới 1.000 tỷ như LDG. KBC, IDC, SZC xếp vào nhóm khu công nghiệp: KBC có khu đô thị nhưng KCN là cốt lõi, dòng tiền đến từ thuê đất dài hạn của doanh nghiệp FDI.

Áp ba lằn ranh cho 24 DN nhà ở tại 30/6/2026: **1 đỏ (NBB), 2 cam (NVL, VPI), 11 vàng, 10 xanh**. Hầu hết mã vàng vướng lằn ranh thứ ba (tiền < vay ngắn hạn). Ở cấp nhóm, cả ba chỉ tiêu còn dưới ngưỡng, nhưng xu hướng xấu đi nhanh: nợ vay tăng từ 195 lên 357 nghìn tỷ trong 18 tháng, LR1 tăng 7 điểm lên 66%. VHM chiếm 65% tổng tài sản và 60% nợ vay của nhóm; riêng Q2/2026 tổng tài sản VHM tăng 243 nghìn tỷ, nhiều khả năng do hợp nhất công ty con, cần đối chiếu BCTC

gốc. Ngoài VHM, dòng tiền kinh doanh âm liên tục 2022–2025 và tiền trước của người mua chỉ bằng 13–22% hàng tồn kho.

Nhóm khu công nghiệp (KBC, IDC, SZC) không có rủi ro tiền bán trước nhưng đòn bẩy tăng mạnh: nợ vay từ 15,6 lên 40,5 nghìn tỷ (2024 → 6/2026), nợ vay/VCSH từ 0,50 lên 1,04. Rủi ro của nhóm này gắn với dòng FDI và thuế quan, khác với nhóm nhà ở.

Mã	Vốn hóa (nghìn tỷ)	LR1 (<70%)	LR2 (<100%)	LR3 (>1x)	Nợ vay (nghìn tỷ)	Màu
KDH	16,8	49%	69%	1,30x	16,7	XANH
DXG	12,7	33%	0%	2,21x	5,2	XANH
PDR	11,2	56%	21%	1,25x	5,2	XANH
TCH	11,0	8%	−32%	không vay NH	0,0	XANH
NLG	10,5	35%	−7%	6,78x	5,2	XANH
DIG	7,2	42%	−42%	8,02x	1,3	XANH
CEO	6,1	36%	12%	3,27x	1,5	XANH
LSG	3,2	43%	−39%	không vay NH	0,0	XANH
AGG	1,6	53%	−41%	1,93x	1,7	XANH
NTL	1,4	19%	−44%	5,42x	0,2	XANH
VHM	561,1	70%	52%	1,09x	215,5	VÀNG
SJS	15,5	53%	74%	0,03x	2,9	VÀNG
VEF	13,2	71%	−153%	không vay NH	1,4	VÀNG
KOS	3,0	53%	83%	0,04x	2,0	VÀNG
QCG	2,7	38%	16%	0,16x	0,9	VÀNG
HDC	2,3	46%	65%	0,14x	2,0	VÀNG
KHG	2,0	22%	16%	0,36x	1,0	VÀNG
SCR	1,7	57%	63%	0,72x	4,8	VÀNG
HPX	1,2	51%	32%	0,53x	1,7	VÀNG
HQC	1,2	25%	12%	0,47x	1,1	VÀNG
TIG	1,1	47%	21%	0,75x	1,1	VÀNG
NVL	25,3	72%	75%	0,79x	72,9	CAM
VPI	20,0	63%	120%	0,22x	7,4	CAM
NBB	1,7	78%	260%	0,13x	4,9	ĐỎ

Nguồn: kho AAS; AAS tính. LR1 = (nợ phải trả − người mua trả trước) / (tổng TS − người mua trả trước); LR2 = nợ vay ròng / VCSH; LR3 = (tiền + ĐTNH) / vay ngắn hạn. Xếp từ xanh (0 vi phạm) đến đỏ (3 vi phạm), trong mỗi màu theo vốn hóa. Tiền cọc hạch toán vào "phải trả khác" làm LR1 cao hơn thực tế.

8 Kiểm định giả thuyết: chấp thuận nhịp tăng và mức tập trung, bác bỏ "đã ở vùng khủng hoảng"

#	Giả thuyết	Kiểm chứng	Kết luận
H1	Tín dụng BĐS/GDP của VN đang tăng cùng nhịp TQ giai đoạn trước đỉnh	VN 2022 → 6/2026: 26,8% → 37,9%, ≈ +3,2 điểm/năm. TQ 2014 → 2020: 26,5% → 47,9%, ≈ +3,6 điểm/năm	CHẤP THUẬN
H2	Tổng tín dụng VN đã vào vùng đỏ BIS (gap > 10)	Gap 2025 ≈ +7,1 (thử tham số khác: +6,8); cao nhất từ 2009 nhưng dưới 10	BÁC BỎ (vùng vàng)

#	Giả thuyết	Kiểm chứng	Kết luận
H3	Ngưỡng 10 điểm có giá trị cảnh báo ở VN	Gap +14,3 (2007), +15,6 (2009) → giá BĐS và nợ xấu đổ vỡ 2011–2013; gap về −18 năm 2012. Mới một lần, mẫu nhỏ	CHẤP THUẬN
H4	DN BĐS niêm yết đã ở mức đòn bẩy kiểu TQ 2020	Nhóm nhà ở (24 mã): LR1 66% < 70%, LR2 0,42 < 1, LR3 1,22 > 1; 1 đỏ, 2 cam, 11 vàng	BÁC BỎ (cấp nhóm)
H5	Xu hướng đòn bẩy DN đang xấu đi	Nhóm nhà ở: LR1 59% (2024) → 66% (6/2026); nợ vay 195 → 357 nghìn tỷ; VHM chạm 70,5%	CHẤP THUẬN
H6	Dự thảo luật VN có khóa dòng tiền bán trước tương đương TQ	Chỉ phong tỏa 5% cuối; không có tài khoản giám sát toàn bộ, không điều kiện tiến độ, không giới hạn tỷ lệ bán	BÁC BỎ
H7	Một số NH VN đã vượt trần tập trung TQ áp cho NH cùng nhóm (27,5%)	Chỉ riêng cho vay KD BĐS (chưa gồm vay mua nhà): PCB 48%, SHB 34%, BVB 30%; VPB, TCB 25%	CHẤP THUẬN (cần đối chiếu BCTC gốc)

Nguồn: mục 5–7; AAS.

9 Kịch bản: ở nhịp hiện tại, tín dụng BĐS/GDP chạm đỉnh Trung Quốc quanh năm 2030

Kịch bản	Cuối 2026	Cuối 2027	Cuối 2028	Chạm đỉnh TQ 47,9%
Thấp: tín dụng BĐS +12%/năm	38,1%	38,7%	39,2%	sau 2040
Cơ sở: +17%/năm (nhịp 6T/2026 quy năm)	**39,0%**	**41,3%**	**43,7%**	**~2030**
Cao: +22%/năm (nhịp 2022)	39,8%	43,9%	48,5%	~2028

Giả định: GDP danh nghĩa +10,5%/năm (2025: +11,6%); điểm xuất phát 37,9% tại 30/6/2026. AAS tính.

Ở kịch bản cơ sở (+17%/năm, nhịp 6 tháng 2026 quy năm), tín dụng BĐS/GDP lên khoảng 41% cuối 2027 và chạm mức đỉnh Trung Quốc quanh năm 2030. Nếu tăng trở lại nhịp 2022 (+22%), mốc này đến khoảng 2028. Ngưỡng 47,9% không phải ngưỡng khủng hoảng chung, nhưng là mức mà một nền kinh tế có tỷ lệ tiết kiệm cao hơn Việt Nam đã không chịu được.

Mốc theo dõi

Thời điểm	Mốc	Vì sao quan trọng
10–11/2026	Quốc hội thông qua ba luật	Bản cuối Điều 20 KDBĐS: còn trần 70% trước bàn giao? có tài khoản giám sát tiền bán trước?
Q4/2026	BCTC Q3/2026 VHM, NVL	VHM đã tăng 243 nghìn tỷ tổng tài sản trong Q2; LR1 70,5%
Q4/2026–Q1/2027	Nghị định mức thu lũy tiến đất chậm tiến độ	Quyết định chi phí giữ đất thực tế
01/2027	Hệ số điều chỉnh giá đất 2027 của Hà Nội, TP.HCM	Tiền đất là cấu phần giá vốn biến động nhất
Hằng quý	Tín dụng BĐS NHNN, nợ xấu BĐS	Tăng >17%/năm kéo dài → vượt 45% GDP trước 2029
2026–2027	TPDN BĐS đáo hạn ≈ 125 + 121 nghìn tỷ	Áp lực tái cấp vốn dồn về ngân hàng

Thời điểm	Mốc	Vì sao quan trọng
01/10/2028	Áp LCR/NSFR (TT 50/2026)	Ngân hàng tập trung BĐS cao phải giữ thanh khoản tốt hơn

10 Khuyến nghị cấu trúc: đặt khóa dòng tiền trước, siết đòn bẩy sau

- **Tài khoản giám sát tiền bán trước theo tiến độ.** Mở rộng phong tỏa 5% thành giám sát toàn bộ tiền bán trước, chỉ giải tỏa theo mốc xây dựng (móng, cất nóc, nghiệm thu). Đây là công cụ Trung Quốc thiếu khi khủng hoảng nổ ra.
- **Trần tỷ trọng BĐS theo nhóm ngân hàng**, tính cả vay mua nhà, có lộ trình 3–5 năm để không gây cú sốc như năm 2020 ở Trung Quốc. Bắt đầu bằng yêu cầu công bố thống nhất tỷ trọng theo ngành và theo mục đích vay.
- **Chuẩn thanh khoản cho chủ đầu tư** (tương tự lằn ranh thứ ba): tiền không bị hạn chế ≥ nợ đến hạn 12 tháng, gắn với điều kiện phát hành trái phiếu và huy động vốn.
- **Mức lũy tiến đất chậm tiến độ đủ cao** để 60 tháng không trở thành thời gian ôm đất miễn phí; công bố danh mục dự án chậm.
- **Giữ nguyên tắc thị trường trong định giá đất** hoặc ít nhất công bố công thức hệ số, tỷ lệ thu ổn định nhiều năm, tránh để tiền đất thành công cụ thu ngân sách theo chu kỳ như ở Trung Quốc.
- **Bổ sung dữ liệu**: chỉ số giá nhà chính thức, giá/thu nhập, lợi suất cho thuê, đầu tư nhà ở/GDP, tỷ trọng tiền SDĐ trong thu ngân sách tỉnh.

Hàm ý đầu tư. Luật mới có lợi cho DN có quỹ đất chờ pháp lý và thanh khoản tốt, vì chi phí thời gian giảm; trong nhóm xanh có NLG, DIG, KDH, PDR (cần đối chiếu danh mục dự án từng mã). Rủi ro tập trung ở DN có lằn ranh thanh khoản yếu và ở ngân hàng có tỷ trọng BĐS cao nếu NHNN siết room đột ngột. Theo dõi bản cuối Điều 20 Luật KDBĐS và tín dụng BĐS quý tới.

AAS | RESEARCH

Báo cáo do **AAS Research** thực hiện, dựa trên văn bản pháp luật gốc, dự thảo của cơ quan soạn thảo, số liệu NHNN, BIS, NBS và kho dữ liệu AAS. Nội dung dự thảo có thể thay đổi khi Quốc hội thông qua. Các số gắn nhãn ước tính là tính toán của AAS. Báo cáo phản ánh quan điểm của AAS tại ngày lập.