

### Đà phục hồi trong tháng 8 đối mặt với kế hoạch phát hành TPCP mạnh hơn

#### Nguyễn Bảo Châu

Chuyên viên, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô  
chau.nbao@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

#### Phạm Vũ Thăng Long

Giám Đốc Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô  
long.pvthang@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

- Phát hành TPCP sơ cấp phục hồi trong tháng 8, tăng 142% so với cùng kỳ và tăng 49% so với tháng trước lên 27,8 nghìn tỷ đồng. Phát hành 8 tháng đầu năm 2026 đạt 228,9 nghìn tỷ đồng (khoảng 8,78 tỷ USD), tương đương 46% mục tiêu năm 2026, cho thấy nguồn cung dồi dào hơn trong giai đoạn cuối năm.
- Trong khi đó, lợi suất bình quân kể từ đầu năm của kỳ hạn 10 năm tăng lên 4,28% từ 3,14% trong 8 tháng đầu năm 2025, cho thấy chi phí huy động tăng lên. HSC nâng dự báo lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lên lần lượt 4,5% và 4,7% trong năm 2026 từ lần lượt 4,2% và 4,4%, trong bối cảnh nguồn cung dồi dào hơn và lãi suất toàn cầu ở mức cao. Chúng tôi cũng nâng dự báo lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm trong giai đoạn 2027-2028 lên lần lượt 4,6%-4,7% và 4,8%-4,9%.
- Thanh khoản thị trường tiền tệ cải thiện mạnh trong tháng 8 với giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường liên ngân hàng đạt mức kỷ lục 928,6 nghìn tỷ đồng (khoảng 35,6 tỷ USD) và NHNN bơm ròng 60,3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO. Tính đến ngày 16/9/2026, lãi suất cho vay qua đêm LNH tăng lên 3,7%, trong khi NHNN chuyển sang rút ròng 81,5 nghìn tỷ đồng, qua đó duy trì dư địa hỗ trợ thanh khoản nếu áp lực quay trở lại.

### Phát hành sơ cấp phục hồi, áp lực nguồn cung thời gian tới

Phát hành sơ cấp phục hồi trong tháng 8 với giá trị phát hành thành công tăng 142% so với cùng kỳ và tăng 49% so với tháng trước lên 27,8 nghìn tỷ đồng. Lãi suất trung bình bình quân tăng lên 4,45%, tăng 117 điểm cơ bản so với cùng kỳ, cho thấy áp lực chi phí huy động tiếp tục tăng. Trong 8 tháng đầu năm 2026, phát hành đạt 228,9 nghìn tỷ đồng, tương đương 46% mục tiêu cả năm, trong khi phát hành Q3/2026 đạt 46,4 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 8, tương đương 39% mục tiêu Q3, và còn lại 73 nghìn tỷ đồng có thể được phát hành trong tháng 9. Áp lực huy động vẫn trong tầm kiểm soát nhờ thặng dư ngân sách đạt 415,5 nghìn tỷ đồng trong 8 tháng đầu năm 2026, giúp KBNN duy trì lượng tiền mặt đáng kể để đáp ứng các nhu cầu ngân sách trong ngắn hạn, đồng thời giảm bớt tính cấp thiết của việc phát hành trái phiếu với chi phí vay cao. Tuy nhiên, nhu cầu vốn ngày càng tăng cho phát triển hạ tầng có thể làm tăng nhu cầu đa dạng hóa nguồn vốn, bao gồm các kênh trái phiếu chính quyền địa phương và trái phiếu quốc tế, và giảm bớt áp lực lên việc phát hành TPCP.

### Nâng dự báo lợi suất TPCP do lãi suất toàn cầu và rủi ro nguồn cung gia tăng

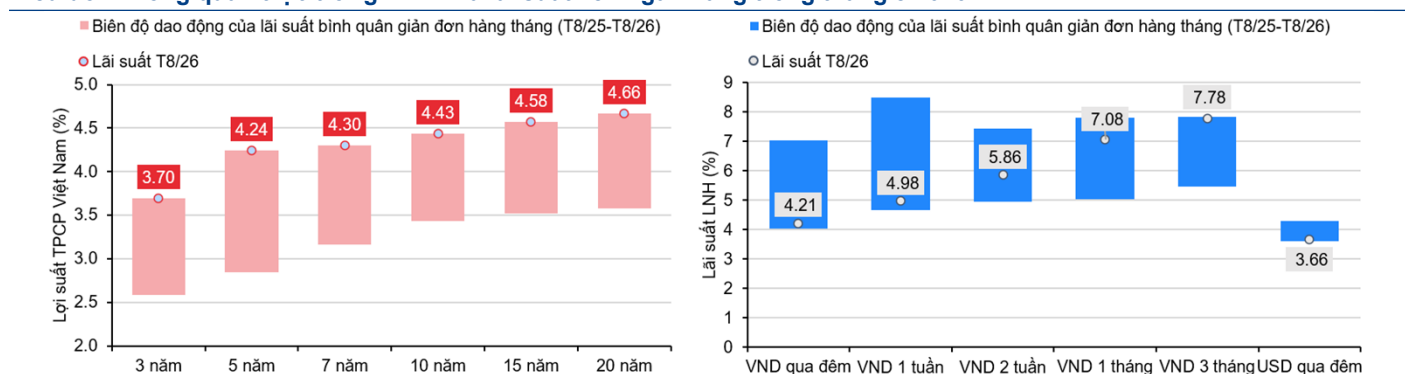
Hoạt động thị trường thứ cấp hạ nhiệt trong tháng 8, với tổng giá trị giao dịch TPCP giảm 12% so với tháng trước xuống 12,6 tỷ USD. Lợi suất trong nước tiếp tục tăng nhưng vẫn tương đối ổn định so với các đợt bán tháo mạnh trên thị trường trái phiếu toàn cầu. Trong đó, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 4,27% và 4,46% tại thời điểm cuối tháng 8. Kể từ đó, lãi suất toàn cầu đã trở thành lực cản mạnh hơn: Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đạt 5% tại thời điểm ngày 16/9/2026 và chênh lệch lợi suất Việt Nam - Mỹ kỳ hạn 10 năm mở rộng lên khoảng -55 điểm cơ bản từ -26 điểm cơ bản 1 tháng trước, làm giảm sức hấp dẫn tương đối của trái phiếu Việt Nam. Cùng với nguồn cung TPCP trong nước dự kiến gia tăng trong giai đoạn cuối năm, điều này sẽ tạo thêm áp lực trở lại lên lợi suất trái phiếu trong nước. HSC nâng dự báo lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm năm 2026 lên lần lượt 4,5% và 4,7% từ lần lượt 4,2% và 4,4%, và nâng dự báo giai đoạn 2027-2028 lên lần lượt 4,6%-4,7% cho kỳ hạn 5 năm và lần lượt 4,8%-4,9% cho kỳ hạn 10 năm (Biểu đồ 2).

### Thanh khoản cải thiện, NHNN giảm quy mô hỗ trợ qua kênh OMO

Thanh khoản hệ thống ngân hàng cải thiện trong tháng 8, mặc dù NHNN đã thắt chặt trở lại phần nào trong đầu tháng 9. Lãi suất qua đêm LNH giảm xuống 1,19% vào cuối tháng 8, trước khi tăng lên 3,7% vào ngày 16/9/2026. Thanh khoản trong tháng 8 được hỗ trợ bởi 60,3 nghìn tỷ đồng bơm ròng qua kênh OMO, trong khi NHNN chuyển qua rút ròng 81,5 nghìn tỷ đồng trong 17 ngày đầu tháng 9. Số dư OMO giảm xuống 151,2 nghìn tỷ đồng vào ngày 17/9/2026, từ 486 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 2, mở ra dư địa cho NHNN hỗ trợ thanh khoản nếu áp lực nguồn vốn xuất hiện trở lại.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/9.

**Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường TPCP và lãi suất liên ngân hàng trong tháng 8/2026**



Nguồn: VBMA, NHNN, HSC

## Cập nhật thị trường TPCP tháng 8

Thị trường TPCP vẫn tương đối ổn định trong tháng 8 với phát hành sơ cấp phục hồi 142% so với cùng kỳ và tăng 49% so với tháng trước lên 27,8 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, phát hành 8 tháng đầu năm 2026 chỉ đạt 46% mục tiêu năm 2026, cho thấy nguồn cung có khả năng gia tăng trong thời gian tới. Phát hành vẫn tập trung ở trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm, trong khi lãi suất trúng thầu bình quân tăng lên 4,45%, tăng 21 điểm cơ bản so với tháng trước và tăng 117 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp giảm 12% so với tháng trước xuống 12,6 tỷ USD, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 4,27% và 4,46% tại thời điểm cuối tháng 8. Bên cạnh đó, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đạt 5% và chênh lệch lợi suất Việt Nam - Mỹ kỳ hạn 10 năm mở rộng lên khoảng -55 điểm cơ bản. Chúng tôi nâng dự báo lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm trong năm 2026 lên lần lượt 4,5% và 4,7% từ lần lượt 4,2% và 4,4% trong bối cảnh nguồn cung dự kiến gia tăng và lợi suất toàn cầu tiếp tục neo cao. Trên thị trường tiền tệ, thanh khoản cải thiện với lãi suất cho vay qua đêm LNH giảm xuống 1,19% vào cuối tháng 8 và 3,7% vào ngày 16/9/2026, tạo điều kiện để NHNN chuyển từ bơm ròng 60,3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong tháng 8 sang rút ròng 81,5 nghìn tỷ đồng trong 17 ngày đầu tháng 9.

## Thị trường sơ cấp

### Bảng 2: Điều chỉnh dự báo lợi suất TPCP trong báo cáo này

Chúng tôi tăng 30 điểm cơ bản dự báo lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm 2026, và đồng thời nâng dự báo 2027-2028 nhằm phản ánh triển vọng lợi suất duy trì ở mức cao hơn trong thời gian dài hơn

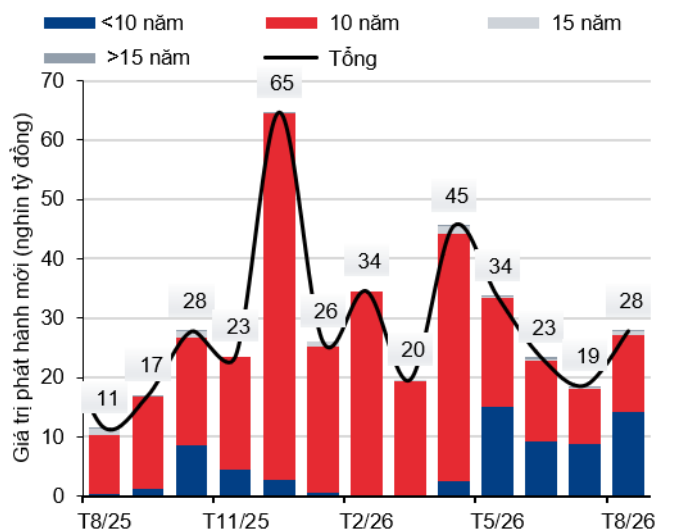
|                                 | 2026F |     | 2027F |     | 2028F |     |
|---------------------------------|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
|                                 | Cũ    | Mới | Cũ    | Mới | Cũ    | Mới |
| Lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm (%)  | 4.2   | 4.5 | 4.3   | 4.6 | 4.4   | 4.7 |
| Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%) | 4.4   | 4.7 | 4.5   | 4.8 | 4.6   | 4.9 |

Nguồn: HSC

Thị trường sơ cấp hồi phục trong tháng 8 nhưng vẫn mang tính chọn lọc cao. Sau 3 tháng sụt giảm liên tiếp, phát hành TPCP thành công tăng mạnh lên 27,8 nghìn tỷ đồng, tăng 142% so với cùng kỳ và tăng 49% so với tháng trước. Tuy nhiên, sự phục hồi gần như được dẫn dắt hoàn toàn bởi các kỳ hạn 5 năm và 10 năm, lần lượt chiếm 51% và 47% tổng giá trị phát hành. Phát hành đạt 14,2 nghìn tỷ đồng ở kỳ hạn 5 năm, tăng 66% so với tháng trước, và 13 nghìn tỷ đồng ở kỳ hạn 10 năm, tăng 30% so với cùng kỳ và tăng 38% so với tháng trước. Ngược lại, nhu cầu đối với các kỳ hạn dài hơn vẫn thấp, trong đó trái phiếu kỳ hạn 15 năm và kỳ hạn 30 năm phát hành thành công lần lượt 550 tỷ đồng và 50 tỷ đồng (Biểu đồ 3-4) (Mời xem Biểu đồ 31 trong phần Phụ lục).

**Biểu đồ 3: Giá trị phát hành hàng tháng theo kỳ hạn**

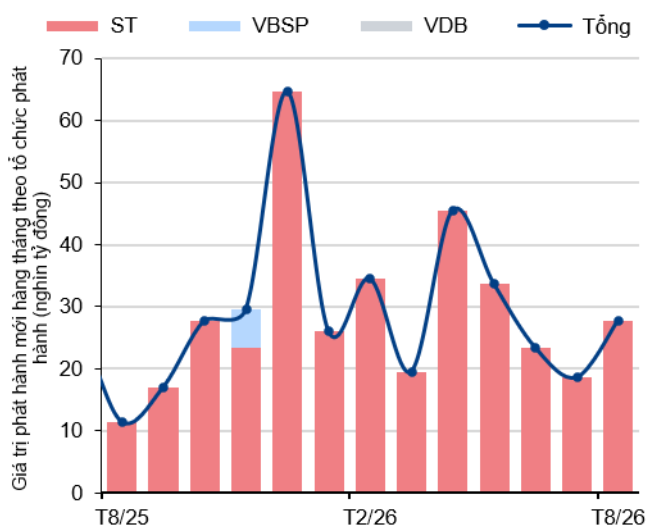
Giá trị phát hành trong tháng 8 tăng 142% so với cùng kỳ và tăng 49% so với tháng trước, đưa tổng giá trị phát hành trong Q3 lên 39% kế hoạch quý (120 nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 4: Giá trị phát hành hàng tháng theo tổ chức phát hành**

Toàn bộ lượng TPCP trong 8 tháng đầu năm 2026 đều được phát hành bởi KBNN



Nguồn: VBMA, HSC

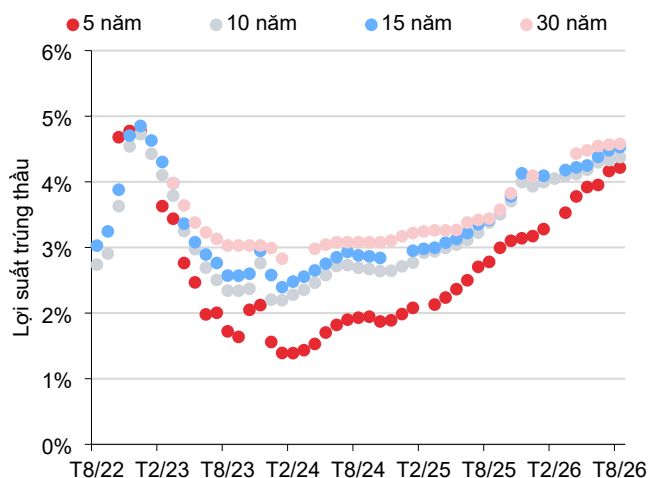
Tỷ lệ đặt thầu so với lượng gọi thầu tăng nhẹ lên 77% trong tháng 8 từ 76% trong tháng 7, trong khi tỷ lệ phát hành thành công tăng mạnh lên 46% từ 27% (Biểu đồ 7-8). Tuy nhiên, nhu cầu mạnh hơn rõ ràng ở các kỳ hạn 5 năm và 10 năm với tỷ lệ phát hành thành công lần lượt là 62% và 45%, so với chỉ 14% cho kỳ hạn 15 năm và 3% cho kỳ hạn 30 năm. Sự phân hóa này cho thấy NĐT tiếp tục ưa chuộng kỳ hạn ngắn hơn trong giai đoạn lợi suất tăng cao, trong khi nhu cầu cố định nguồn vốn ở các kỳ hạn dài hơn vẫn hạn chế tại mặt bằng lợi suất hiện tại. Điều này phù hợp với sự dịch chuyển kỳ hạn phát hành TPCP. Kỳ hạn bình quân giảm xuống khoảng 7,6 năm trong tháng 8 từ 10,4 năm 1 năm trước đó, so với bình quân khoảng 9 năm trong 8 tháng đầu năm 2026 và 9,8 năm trong năm 2025, nhưng vẫn nằm trong khoảng mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ (Biểu đồ 6).

Lãi suất trúng thầu tiếp tục tăng, với lãi suất bình quân tháng 8 đạt 4,45%, tăng 117 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 21 điểm cơ bản so với tháng trước. Lợi suất tăng ở tất cả các kỳ hạn, khoảng 100-144 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 1-5 điểm cơ bản so với tháng trước. Cụ thể, lãi suất trúng thầu của trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm lần lượt ở mức 4,24%, 4,40%, 4,55% và 4,60% (Biểu đồ 5).

Dù vậy, KBNN hiện chưa chịu áp lực huy động đáng kể. [Ngân sách nhà nước tăng dự 415,5 nghìn tỷ đồng trong 8 tháng đầu năm 2026](#), mang lại số dư tiền mặt đáng kể để đáp ứng nhu cầu ngân sách ngắn hạn, và giảm bớt tính cấp thiết của việc phát hành trái phiếu với chi phí vay cao. Trong khi đó, [giải ngân đầu tư công chỉ đạt khoảng 50,2% kế hoạch cả năm trong 8 tháng đầu năm 2026](#), cho thấy nhu cầu huy động thực tế vẫn chưa thực sự lớn trong ngắn hạn. Điều này giảm bớt tính cấp thiết của việc đẩy mạnh phát hành TPCP trong ngắn hạn, cho phép KBNN điều tiết nguồn cung một cách chọn lọc hơn và tránh tập trung phát hành quá sớm khi nhu cầu thị trường vẫn yếu, đặc biệt ở các kỳ hạn dài.

**Biểu đồ 5: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)**

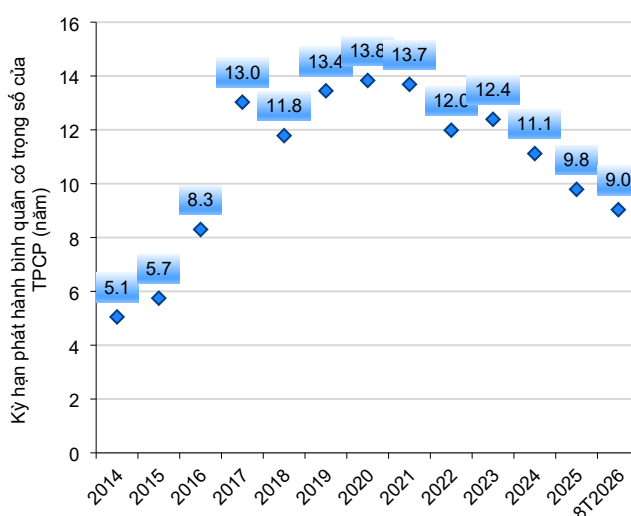
Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng nhẹ trong tháng 8 và hiện chỉ còn cách mức đỉnh cuối năm 2022 khoảng 100 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 6: Kỳ hạn phát hành bình quân có trọng số của TPCP**

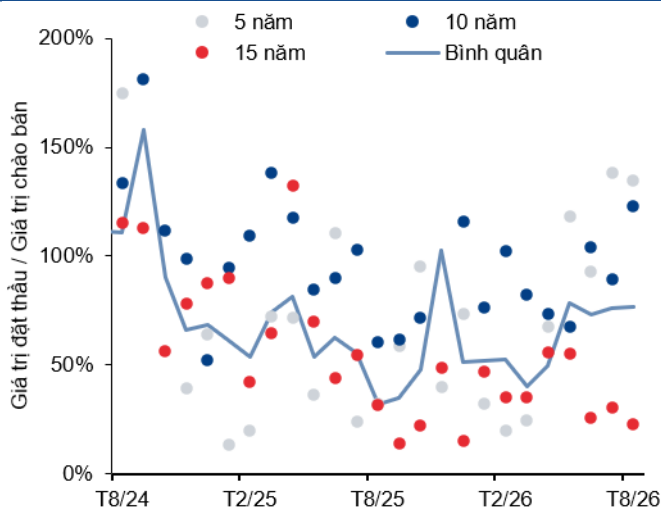
Trong 8 tháng đầu năm 2026, kỳ hạn phát hành bình quân là 9 năm, nằm trong vùng mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 7: TPCP: Tỷ lệ đặt thầu trên khối lượng gọi thầu (bid to-cover)**

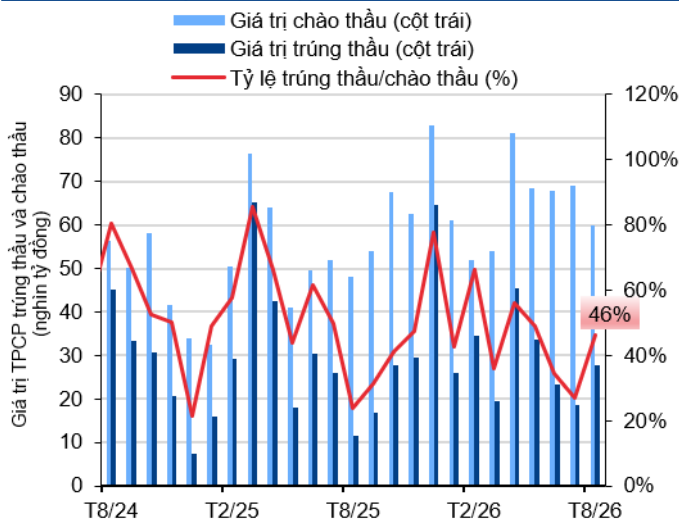
Tỷ lệ bid-to-cover chỉ tăng nhẹ từ 76% lên 77%, cho thấy nhà đầu tư vẫn tiếp tục yêu cầu mức lợi suất cao hơn



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 8: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công**

Tỷ lệ phát hành thành công tăng từ 27% lên 46%, trong đó phần lớn các lệnh trúng thầu có kỳ hạn 5 năm



Nguồn: VBMA, HSC

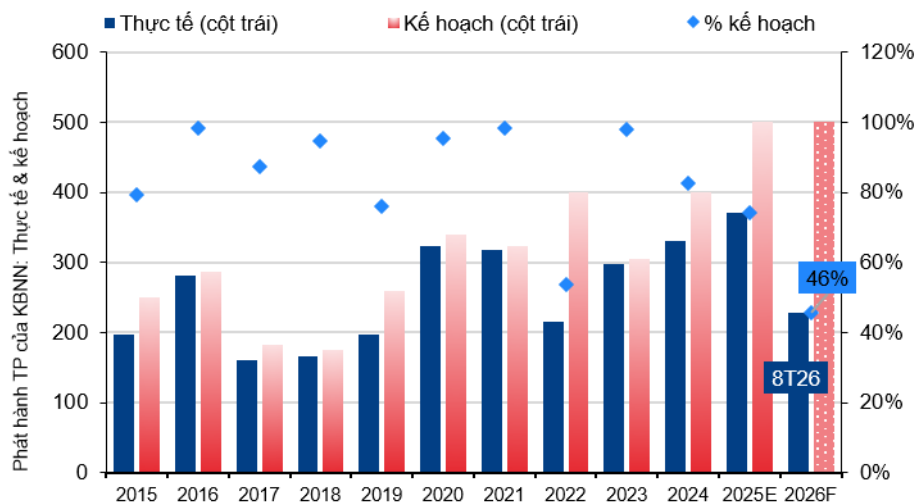
Phát hành TPCP vẫn chậm đáng kể so với kế hoạch Q3/2026, hàm ý nguồn cung lớn sẽ dồn vào tháng 9. Phát hành Q3 chỉ đạt 46,4 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 8, tương đương 39% mục tiêu quý là 120 nghìn tỷ đồng. Tiến độ vẫn không đồng đều giữa các kỳ hạn, trong đó phát hành kỳ hạn 5 năm đạt 65% kế hoạch, tiếp theo là kỳ hạn 10 năm ở mức 37%, kỳ hạn 30 năm ở mức 17% và kỳ hạn 15 năm chỉ đạt 5%. Trong 8 tháng đầu năm 2026, tổng giá trị phát hành đạt 228,9 nghìn tỷ đồng (8,78 tỷ USD), tương đương 46% mục tiêu cả năm là 500 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 9-10).

Với phần lớn mục tiêu quý vẫn chưa hoàn thành, KBNN dự kiến đầu thầu **tối đa 73 nghìn tỷ đồng trong tháng 9**. Nếu hoàn thành kế hoạch tháng 9, phát hành Q3 sẽ đạt khoảng 119,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 99,5% mục tiêu quý. Do đó, các phiên đấu thầu tháng 9 sẽ là một phép thử quan trọng trong ngắn hạn đối với cân bằng cung-cầu, đặc biệt là khi lợi suất sơ cấp tiếp tục tăng và nhu cầu vẫn mang tính chọn lọc

cao theo kỳ hạn. Tuy nhiên, giá trị phát hành thực tế vẫn sẽ phụ thuộc vào điều kiện thị trường và nhu cầu huy động của Chính phủ.

## Biểu đồ 9: Phát hành trái phiếu của KBNN: Thực tế so với kế hoạch

Tổng giá trị TPCP phát hành trong 8 tháng đầu năm 2026 chỉ đạt 46% kế hoạch cả năm



Nguồn: VBMA, HSC

## Bảng 10: TPCP năm 2026: Phát hành thực tế so với kế hoạch

Giá trị phát hành thực tế trong 8 tháng đầu năm thấp hơn so với kế hoạch, từ đó làm gia tăng áp lực huy động vốn trong những tháng cuối năm

| Kỳ hạn      | Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng) | Kế hoạch Q3/26 (nghìn tỷ đồng) | Thực tế T8/26 (nghìn tỷ đồng) | Thực tế Q3/26 đến T8 (nghìn tỷ đồng) | Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng) | % kế hoạch Q3/26 | % kế hoạch 2026 |
|-------------|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------|--------------------------------------|------------------------------|------------------|-----------------|
| 3 năm       |                               | 5.0                            | 0.0                           | 0.2                                  | 0.5                          | 0%               |                 |
| 5 năm       |                               | 35.0                           | 14.2                          | 22.8                                 | 50.0                         | 65%              |                 |
| 7 năm       |                               | 2.0                            | 0.0                           | 0.0                                  | 0.0                          | 0%               |                 |
| 10 năm      |                               | 60.0                           | 13.0                          | 22.4                                 | 174.3                        | 37%              |                 |
| 15 năm      |                               | 14.0                           | 0.6                           | 0.7                                  | 3.3                          | 5%               |                 |
| 20 năm      |                               | 2.0                            | 0.0                           | 0.0                                  | 0.0                          | 0%               |                 |
| 30 năm      |                               | 2.0                            | 0.1                           | 0.3                                  | 0.8                          | 17%              |                 |
| <b>Tổng</b> | <b>500.0</b>                  | <b>120.0</b>                   | <b>27.8</b>                   | <b>46.4</b>                          | <b>228.9</b>                 | <b>39%</b>       | <b>46%</b>      |

Nguồn: VBMA, HSC

Trong trung hạn, nhu cầu huy động phục vụ các dự án cơ sở hạ tầng gia tăng có khả năng thúc đẩy việc đa dạng hóa nguồn vốn của Việt Nam, bên cạnh kênh ngân hàng truyền thống. Với mục tiêu tăng trưởng kinh tế đạt tối thiểu 10%/năm đến năm 2030, nhu cầu huy động cho các dự án cơ sở hạ tầng quy mô lớn sẽ tăng lên. Tại TP.HCM, chính quyền đang phối hợp với NĐT để huy động vốn, đồng thời chuẩn bị cho việc phát hành [trái phiếu quốc tế và trái phiếu đô thị](#). Hơn 21 dự án đã được rà soát, với 5-7 dự án dự kiến được ưu tiên cho các NĐT chiến lược. Chính quyền đặt mục tiêu có các dự án và giao dịch cụ thể vào tháng 11.

Chính phủ cũng được cho là đang cân nhắc [phát hành trái phiếu quốc tế khoảng 1 tỷ USD](#) với kỳ hạn 10 năm và lãi suất coupon khoảng 7%. Nếu được thực hiện, mức lãi suất coupon dự kiến sẽ cao hơn đáng kể so với mức coupon 4,8% của trái phiếu quốc gia kỳ hạn 10 năm trị giá 1 tỷ USD mà Việt Nam đã phát hành năm 2014. Mặc dù nguồn vốn quốc tế có thể mở rộng cơ sở vốn của Chính phủ và giảm bớt áp lực lên các kênh huy động vốn trong nước, chi phí tương đối cao của nguồn vốn nước ngoài vẫn là một yếu tố cân nhắc quan trọng đối với các đợt phát hành tiềm năng.

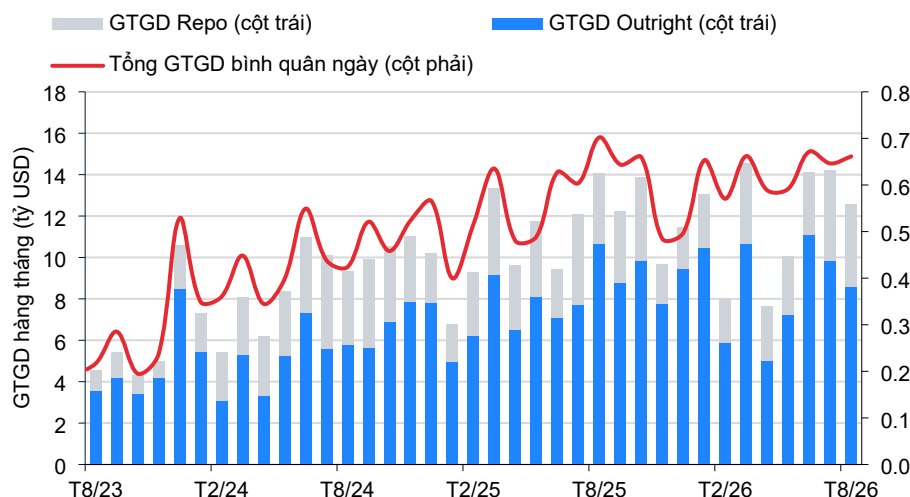
## Thị trường thứ cấp

Hoạt động thị trường thứ cấp hạ nhiệt trong tháng 8, trong khi lợi suất TPCP tiếp tục tăng, mặc dù với tốc độ chậm hơn. Tổng giá trị giao dịch TPCP giảm 12% so với tháng trước và giảm 11% so với cùng kỳ xuống 12,6 tỷ USD (327,6 nghìn tỷ đồng). Giá trị

giao dịch bình quân ngày tăng 2% so với tháng trước lên 660 triệu USD (17,2 nghìn tỷ đồng) nhưng vẫn giảm 6% so với cùng kỳ. Giao dịch outright vẫn chiếm ưu thế với 68% tổng giá trị giao dịch ở mức 8,6 tỷ USD (223,4 nghìn tỷ đồng), giảm 13% so với tháng trước và giảm 19% so với cùng kỳ. Giao dịch repo chiếm 32% còn lại, ở mức 4 tỷ USD (104,2 nghìn tỷ đồng), giảm 8% so với tháng trước nhưng vẫn tăng 18% so với cùng kỳ (Biểu đồ 11).

#### Biểu đồ 11: GTGD hàng tháng và thanh khoản bình quân ngày

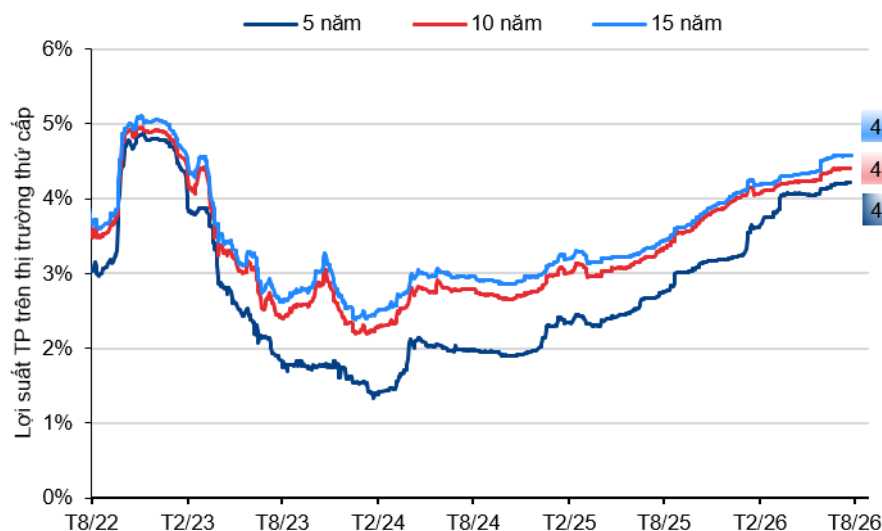
GTGD bình quân ngày trong tháng 8 tăng 2% so với tháng trước lên 660 triệu USD (dù vẫn giảm 6% so với cùng kỳ)



Nguồn: CEIC, HSC

#### Biểu đồ 12: Diễn biến lợi suất TPCP

Lợi suất trên thị trường thứ cấp vẫn duy trì ổn định trong nửa đầu tháng 9



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 17/9.  
Nguồn: VBMA, HSC

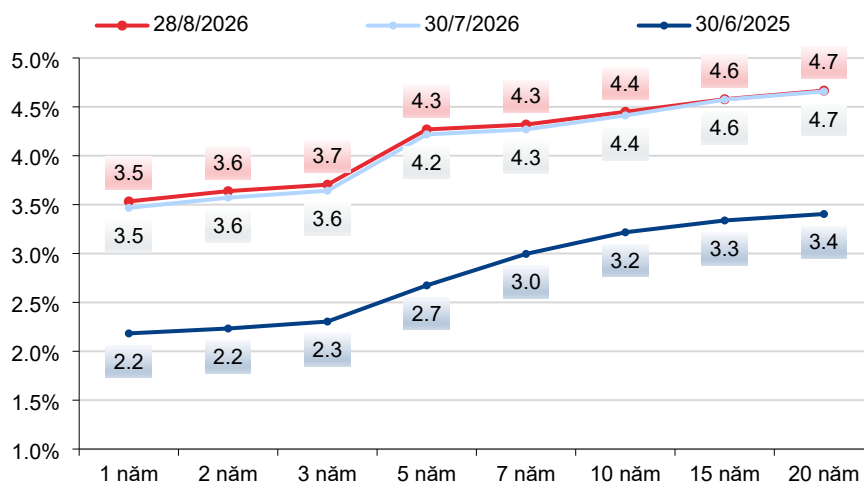
Lợi suất TPCP Việt Nam chỉ tăng nhẹ bất chấp đợt bán tháo mạnh trên các thị trường trái phiếu lớn toàn cầu. Đường cong lợi suất trong nước tăng khoảng 90-111 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 1-7 điểm cơ bản so với tháng trước vào cuối tháng 8, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt đạt 4,27%, 4,46% và 4,58%. Lợi suất hiện cao hơn đáng kể so với cùng kỳ, và chỉ còn thấp hơn khoảng 50-100 điểm cơ bản so với đỉnh tháng 11/2022. Đường cong lợi suất nhìn chung dao động trong biên độ hẹp trong nửa đầu tháng 9. Tính đến ngày 17/9/2026, lợi suất kỳ hạn 5 năm ở mức 4,29%, cao hơn dự báo năm 2026 trước đó của chúng tôi là 4,2%, trong khi

lợi suất kỳ hạn 10 năm là 4,45%, cao hơn [dự báo của chúng tôi \(4,4%\)](#), và sát với lãi suất điều hành 4,5% (Biểu đồ 12-13). Trong khi đó, lợi suất kỳ hạn 10 năm bình quân 8 tháng đầu năm tăng lên khoảng 4,28% kể từ đầu năm từ 3,14% trong cùng kỳ năm ngoái, phản ánh chi phí huy động trong nước gia tăng.

Cơ sở NĐT Việt Nam vẫn là một bộ đệm quan trọng giúp hạn chế các tác động lan tỏa trực tiếp từ đợt bán tháo trái phiếu toàn cầu. NĐT trong nước nắm giữ phần lớn TPCP, trong khi tỷ lệ sở hữu của nước ngoài vẫn dưới 1% (Biểu đồ 28 trong phần Phụ lục). Điều này hạn chế mức độ mà dòng vốn danh mục quốc tế rút ra có thể trực tiếp chuyển thành áp lực bán trên thị trường TPCP trong nước. Tuy nhiên, Việt Nam không hoàn toàn tách biệt khỏi diễn biến lãi suất toàn cầu. Tác động lan truyền nhiều khả năng sẽ phản ánh vào tỷ giá, kỳ vọng lạm phát, dòng vốn và phản ứng chính sách tiền tệ trong nước.

### Biểu đồ 13: Đường cong lợi suất TPCP

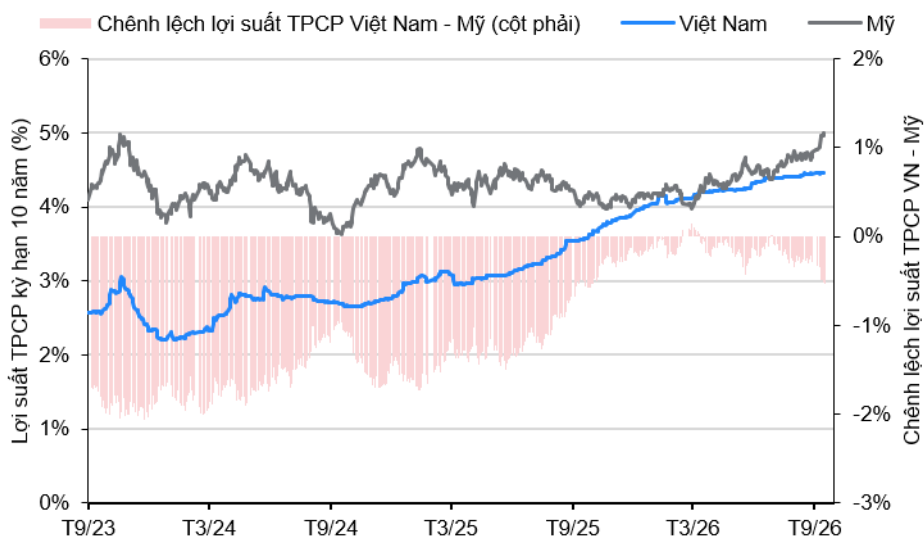
Trong tháng 8, đường cong lợi suất tại tất cả các kỳ hạn tăng 90-111 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 1-7 điểm cơ bản so với tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

### Biểu đồ 14: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam và Mỹ

Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam – Mỹ đã thu hẹp từ cuối tháng 8 đến giữa tháng 9 sau khi lợi suất TPCP Mỹ tăng mạnh



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 16/9.  
Nguồn: VBMA, HSC

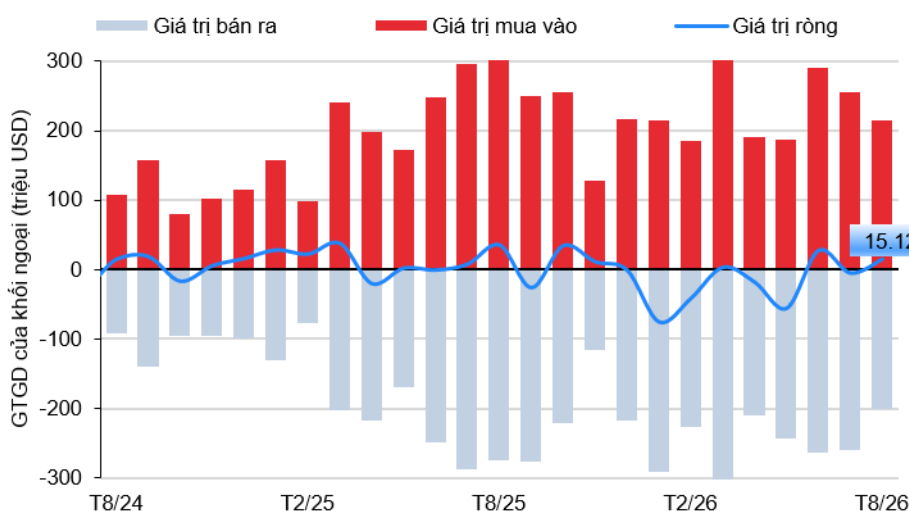
Lãi suất toàn cầu đang trở thành lực cản đáng kể hơn đối với trái phiếu trong nước. Sau cuộc họp FOMC ngày 15-16/9/2026, [Fed đã tăng 25 điểm cơ bản lãi suất điều hành lên 3,75-4%](#), đợt tăng đầu tiên kể từ năm 2023, cho thấy Fed sẵn sàng đối phó với lạm phát kéo dài. Trong khi đó, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng trở lại lên mức 5% vào ngày 16/9/2026, mức cao nhất kể từ năm 2007, trong bối cảnh đợt bán tháo trái phiếu toàn cầu trên diện rộng do giá dầu gia tăng, lạm phát kéo dài và gánh nặng nợ quốc gia lớn.

Đợt bán tháo cũng lan sang các thị trường trái phiếu châu Á (Biểu đồ 17-18). [Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Nhật Bản vượt trên 3%](#) sau khi [Ngân hàng Trung ương Nhật Bản \(BOJ\) nâng lãi suất lên 1,25%](#), mức cao nhất kể từ năm 1995. [Lợi suất TPCP Malaysia kỳ hạn 10 năm tăng lên 4,22%](#), mức cao nhất kể từ tháng 12/2024, trong khi [lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Hàn Quốc tăng lên hơn 4,6%](#), mức cao nhất kể từ tháng 10/2022, nhìn chung theo sát xu hướng tăng của lợi suất toàn cầu. Từ đó, chênh lệch giữa lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 10 năm và lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đã mở rộng lên khoảng âm 55 điểm cơ bản tính đến ngày 16/9/2026 từ âm 26 điểm cơ bản 1 tháng trước, từ đó làm giảm sức hấp dẫn lợi suất tương đối của tài sản đồng VND và tạo thêm áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu trong nước (Biểu đồ 14).

Nhu cầu nước ngoài chỉ chỉ tạo lực đỡ ở mức khiêm tốn trong tháng 8. Khối ngoại quay lại mua ròng nhẹ TPCP Việt Nam, với giá trị mua ròng 15 triệu USD (394,3 tỷ đồng), so với bán ròng gần 5 triệu USD (128,3 tỷ đồng) trong tháng 7. Tuy nhiên, giá trị bán ròng lũy kế của khối ngoại đạt 148,6 triệu USD (3,8 nghìn tỷ đồng) trong 8 tháng đầu năm 2026, so với mua ròng 113 triệu USD (2,9 nghìn tỷ đồng) trong 8 tháng đầu năm 2025, cho thấy nền cầu từ nhà đầu tư nước ngoài yếu hơn đáng kể trong năm nay (Biểu đồ 15).

### Biểu đồ 15: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên thị trường thứ cấp

NDT NN bán ròng 148,6 triệu USD trong 8 tháng đầu năm 2026, đảo chiều so với mức mua ròng 113 triệu USD cùng kỳ năm trước



Nguồn: CEIC, HSC

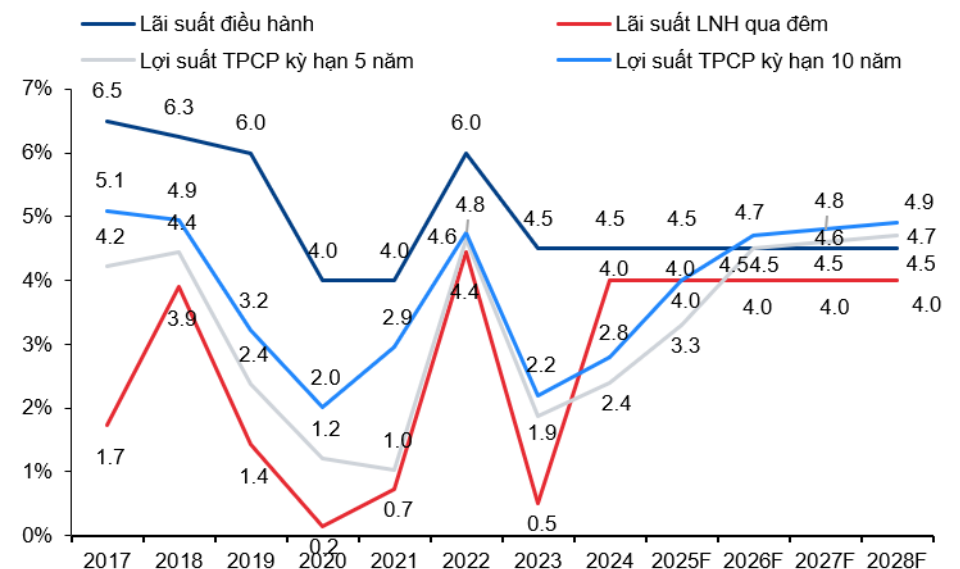
Chúng tôi dự kiến áp lực tăng lên lợi suất TPCP sẽ quay trở lại trong giai đoạn cuối năm, được thúc đẩy bởi nguồn cung trong nước gia tăng và mặt bằng lãi suất toàn cầu vẫn ở mức cao. Khi giải ngân đầu tư công tăng tốc, số dư tiền mặt dư thừa của KBNN có thể giảm dần, qua đó làm tăng nhu cầu huy động qua thị trường TPCP. Do đó, diễn biến ổn định của lợi suất gần đây nhiều khả năng chỉ mang tính tạm thời, thay vì điểm kết thúc của chu kỳ tăng hiện tại. Nguồn cung TPCP trong nước và diễn biến lãi suất toàn cầu sẽ là hai yếu tố quan trọng cần theo dõi trong những tháng tới.

Do đó, HSC nâng dự báo lợi suất năm 2026 lên 4,5% cho kỳ hạn 5 năm và 4,7% cho kỳ hạn 10 năm từ lần lượt 4,2% và 4,4%, dựa trên 3 yếu tố: (1) lợi suất hiện tại tăng nhanh hơn dự kiến, (2) nguồn cung TPCP được kỳ vọng sẽ gia tăng trong giai đoạn cuối năm và (3) lợi suất toàn cầu vẫn cao hơn dự kiến trước đó. Trong giai đoạn 2027-

2028, chúng tôi cũng nâng dự báo lợi suất, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm lần lượt ở mức 4,6%-4,7% và lợi suất kỳ hạn 10 năm lần lượt ở mức 4,8%-4,9%, so với dự báo trước đó của chúng tôi lần lượt là 4,3%-4,4% và 4,5%-4,6%. Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng lợi suất sẽ duy trì ở mức cao hơn trong trung hạn nhờ nhu cầu huy động ổn định từ nền kinh tế và Chính phủ.

## Biểu đồ 16: Dự báo lợi suất TPCP

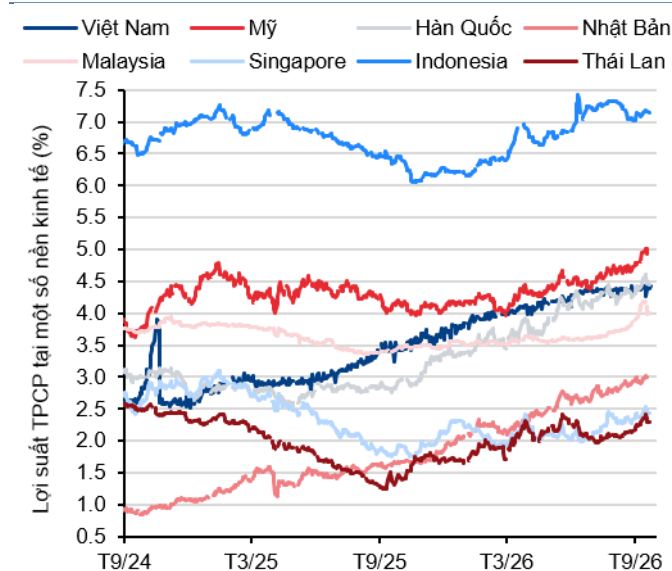
Chúng tôi hiện kỳ vọng lợi suất TPCP sẽ ổn định ở mặt bằng cao hơn, đồng thời nâng giả định lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm thêm 30 điểm cơ bản so với dự báo năm 2026 trước đó



Nguồn: HSC

## Biểu đồ 17: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của một số nền kinh tế

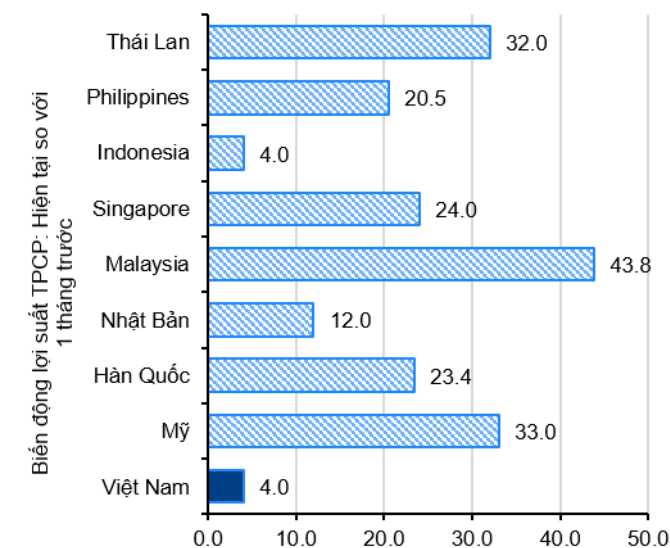
Lợi suất tại một số nền kinh tế đã có xu hướng tăng kể từ cuối năm 2025, trong đó Việt Nam ghi nhận mức phục hồi mạnh



Nguồn: CEIC, HSC

## Biểu đồ 18: Biến động lợi suất trái phiếu chính phủ: hiện tại so với 1 tháng trước

Đà tăng của lợi suất TPCP Việt Nam đã chậm lại, trái ngược với mức tăng mạnh hơn tại hầu hết các thị trường trái phiếu trong khu vực



Nguồn: CEIC, Tradingeconomics, HSC

## Thị trường liên ngân hàng và OMO

Thanh khoản hệ thống ngân hàng cải thiện đáng kể trong giai đoạn cuối tháng 8, từ đó giúp lãi suất qua đêm hạ nhiệt, trong khi áp lực ở các kỳ hạn dài hơn cũng giảm

xuống vào đầu tháng 9. Lãi suất cho vay qua đêm LNH giảm mạnh xuống 1,19% tại thời điểm cuối tháng 8 từ 6,22% vào đầu tháng, cho thấy điều kiện thanh khoản ngắn hạn hạ nhiệt đáng kể. Tuy nhiên, nhu cầu vốn vẫn ở mức cao, với giá trị giao dịch liên ngân hàng đạt mức kỷ lục 928,6 nghìn tỷ đồng trong tháng 8, trong khi lãi suất qua đêm bình quân vẫn cao hơn so với tháng 7. Các kỳ hạn dài hơn diễn biến trái chiều: Lãi suất kỳ hạn 1 tuần tăng 250 điểm cơ bản so với tháng trước lên 7,33%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm lần lượt 14 điểm cơ bản và 17 điểm cơ bản xuống lần lượt 6,79% và 7,14% (Biểu đồ 19-20).

Trong nửa đầu tháng 9, áp lực thanh khoản tiếp tục hạ nhiệt ở các kỳ hạn. Lãi suất cho vay qua đêm tăng trở lại lên khoảng 6% vào đầu tháng trong một khoảng thời gian ngắn trước khi hạ nhiệt xuống 3,69% vào ngày 16/9/2026. Lãi suất các kỳ hạn dài hơn cũng giảm đáng kể với lãi suất kỳ hạn 1 tuần giảm 313 điểm cơ bản so với cuối tháng 8 xuống 4,2%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm lần lượt 114 điểm cơ bản và 25 điểm cơ bản xuống lần lượt 5,65% và 6,89%. Sự sụt giảm trên diện rộng cho thấy áp lực thanh khoản ngoài phân khúc cho vay qua đêm đã hạ nhiệt.

#### Biểu đồ 19: Lãi suất LNH bình quân hàng tháng theo kỳ hạn

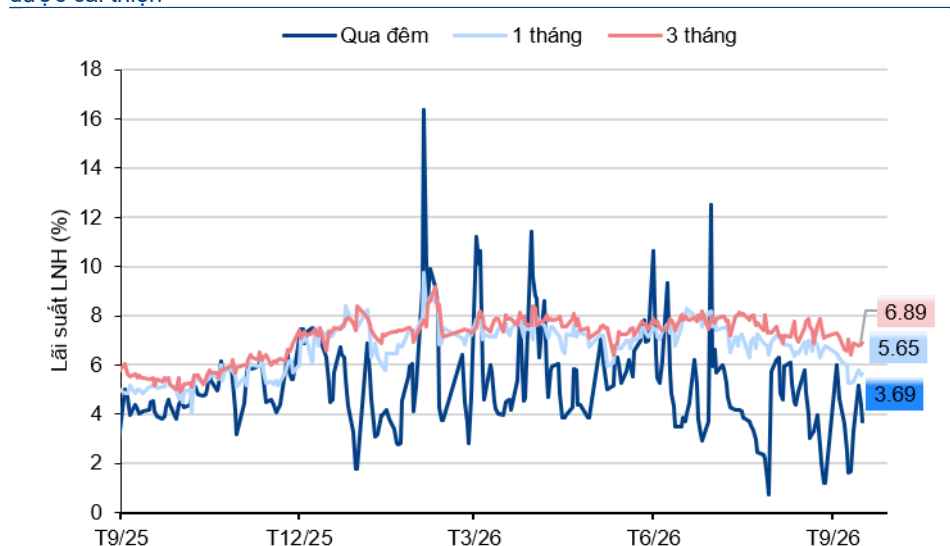
Thanh khoản hệ thống ngân hàng cải thiện đáng kể vào cuối tháng 8, kéo giảm lãi suất qua đêm, trong khi áp lực đối với các kỳ hạn dài hơn cũng hạ nhiệt vào đầu tháng 9

| Lãi suất LNH bình quân (%) | Qua đêm | 1 tuần | 2 tuần | 1 tháng | 3 tháng | 6 tháng | 9 tháng |
|----------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| T1/26                      | 4.29    | 5.04   | 5.58   | 6.78    | 7.32    | 7.79    | 8.02    |
| T2/26                      | 7.05    | 8.49   | 7.28   | 7.81    | 7.84    | 7.80    | 7.95    |
| T3/26                      | 6.32    | 6.80   | 7.25   | 7.44    | 7.82    | 7.81    | 7.82    |
| T4/26                      | 5.47    | 6.09   | 6.54   | 7.29    | 7.75    | 7.89    | 8.25    |
| T5/26                      | 6.30    | 6.48   | 6.71   | 6.93    | 7.37    | 7.92    | 8.31    |
| T6/26                      | 5.41    | 6.47   | 7.02   | 7.69    | 7.79    | 8.04    | 8.02    |
| T7/26                      | 4.05    | 4.98   | 5.86   | 7.08    | 7.78    | 8.23    | 9.26    |
| T8/26                      | 4.21    | 5.44   | 6.14   | 6.76    | 7.37    | 7.94    | 9.04    |
| T9/26 (tính đến ngày 16/9) | 3.65    | 4.29   | 4.79   | 5.78    | 6.86    | 8.21    | 8.12    |
| Bình quân                  | 5.19    | 6.01   | 6.35   | 7.06    | 7.54    | 7.96    | 8.31    |

Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

#### Biểu đồ 20: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Lãi suất liên ngân hàng giảm ở tất cả các kỳ hạn, cho thấy điều kiện thanh khoản ngắn hạn được cải thiện



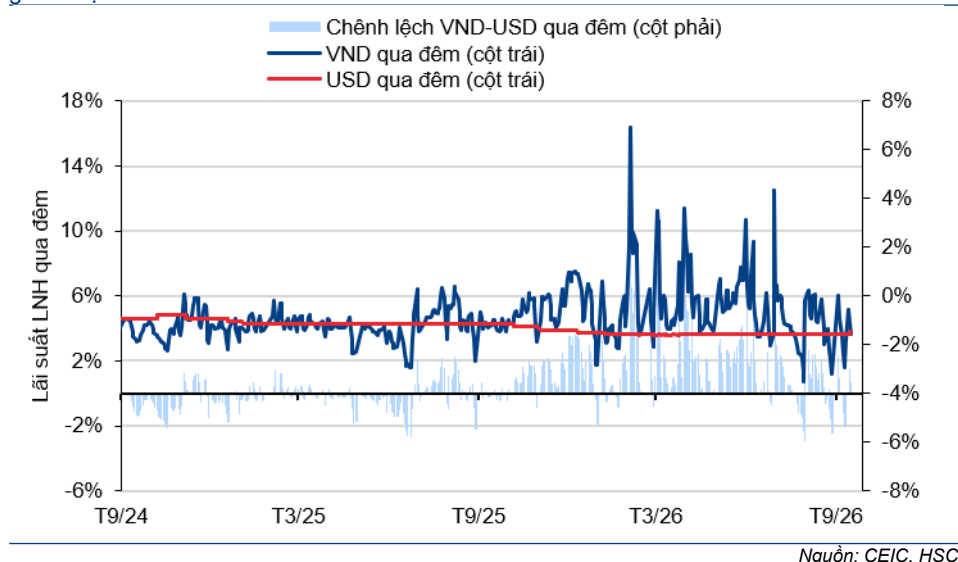
Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 16/9.  
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Giao dịch liên ngân hàng đạt mức kỷ lục trong tháng 8. Tổng giá trị giao dịch liên ngân hàng trong tháng 8 đạt 37,4 tỷ USD (973,7 nghìn tỷ đồng), tăng 68% so với cùng kỳ

và tăng 10% so với tháng trước. Giao dịch qua đêm tiếp tục chiếm ưu thế khoảng 92% tổng giá trị giao dịch, phản ánh nhu cầu vốn ngắn hạn của các ngân hàng vẫn tiếp tục lớn (Biểu đồ 22-23).

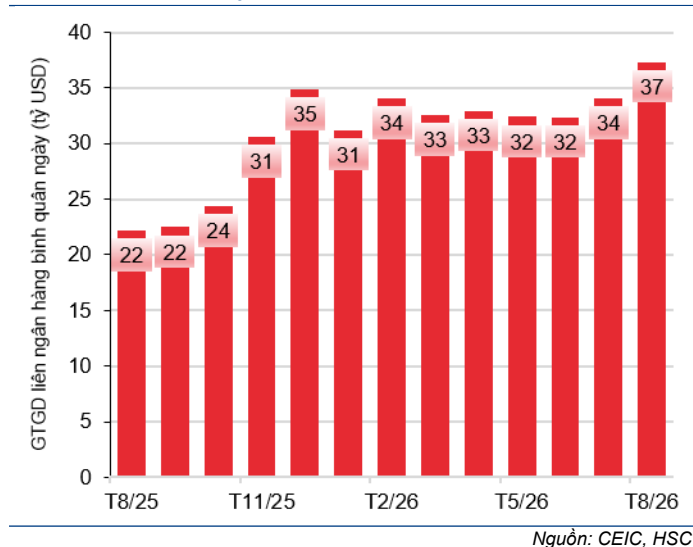
## Biểu đồ 21: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

Chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm giảm còn âm 15 điểm cơ bản tính đến ngày 16/9 (so với mức 211 điểm cơ bản một tháng trước) sau khi lãi suất qua đêm trong nước giảm mạnh



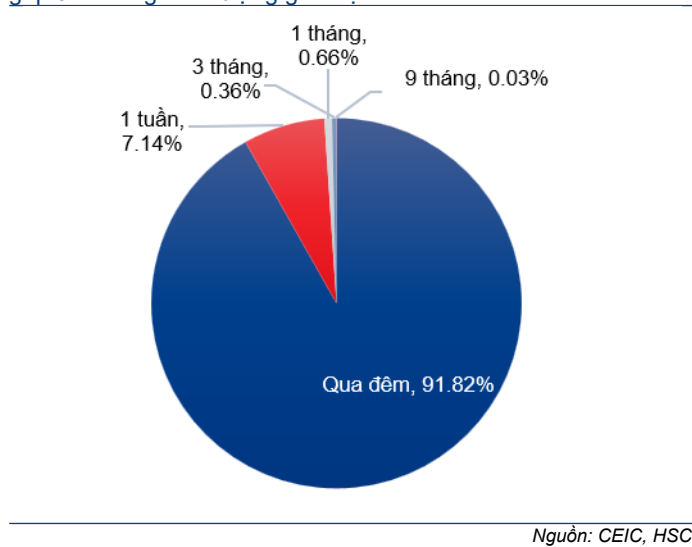
## Biểu đồ 22: Thanh khoản LNH hàng tháng

GTGD liên ngân hàng đạt mức cao kỷ lục trong tháng 8, cho thấy nhu cầu vốn vẫn ở mức cao...



## Biểu đồ 23: Thanh khoản LNH theo kỳ hạn (%)

...trong đó các giao dịch qua đêm vẫn chiếm tỷ trọng lớn, đóng góp 92% tổng khối lượng giao dịch



Thanh khoản cải thiện trong tháng 8 được hỗ trợ một phần nhờ NHNN quay lại bơm ròng thanh khoản qua kênh OMO, trong khi kênh tín phiếu NHNN vẫn không hoạt động kể từ tháng 7/2025. Trong tháng 8, NHNN đã bơm 228,2 nghìn tỷ đồng thông qua các hoạt động cho vay OMO, so với 167,9 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 60,3 nghìn tỷ đồng. Điều này đánh dấu sự đảo chiều rõ rệt so với 2 tháng rút ròng thanh khoản liên tiếp. Lãi suất repo đảo ngược duy trì ở mức 4,5% với các kỳ hạn từ 7 đến 91 ngày và hoạt động tập trung chủ yếu ở kỳ hạn 14 ngày (26%) và 7 ngày (23%) (Biểu đồ 24-26).

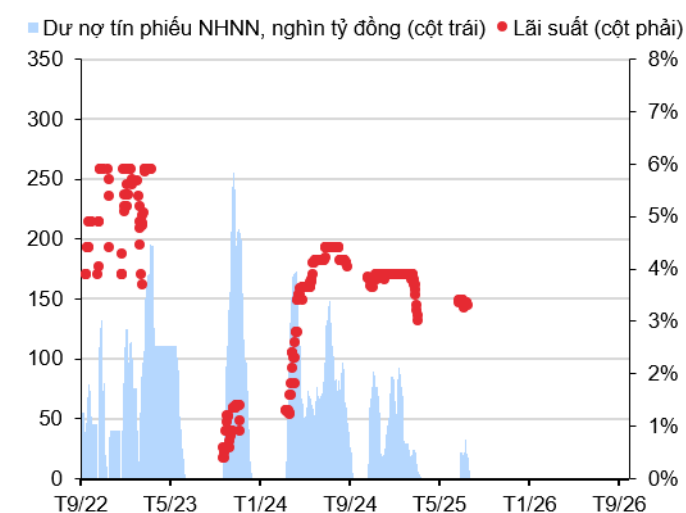
Trong tháng 9, NHNN rút ròng trở lại sau khi áp lực thanh khoản LNH hạ nhiệt. Trong 17 ngày đầu tháng, NHNN đã bơm 69,5 nghìn tỷ đồng thông qua các hoạt động cho vay OMO, thấp hơn đáng kể so với 151 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương rút ròng 81,5 nghìn tỷ đồng. Lãi suất repo đảo ngược không đổi ở mức 4,5%, trong khi hoạt

động OMO dịch chuyển sang các kỳ hạn ngắn hơn, trong đó kỳ hạn 7 ngày chiếm 79% tỷ trọng, tiếp theo là kỳ hạn 14 ngày ở mức 10%. Các kỳ hạn dài hơn vẫn hạn chế với kỳ hạn 35 ngày và 91 ngày lần lượt chiếm 7% và 3% (Biểu đồ 24-26).

Số dư OMO cũng đã giảm đáng kể, tạo dư địa cho NHNN điều tiết thanh khoản nếu điều kiện vốn thắt chặt trở lại. Tính đến ngày 17/9/2026, số dư OMO ở mức 151,2 nghìn tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 2. Tính từ đầu năm, NHNN đã bơm 2.173 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO so với 2.431 nghìn tỷ đồng đảo hạn, tương đương rút ròng 258 nghìn tỷ đồng.

**Biểu đồ 24: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)**

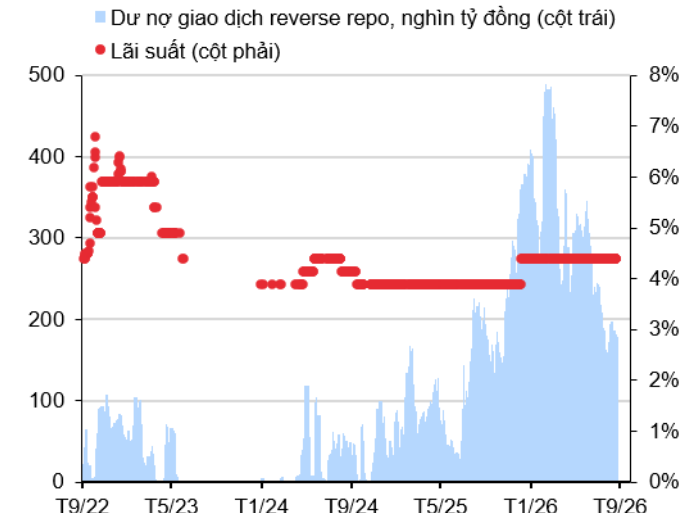
Trong khi kênh tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025...



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 25: Giá trị dư nợ giao dịch reverse repo (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)**

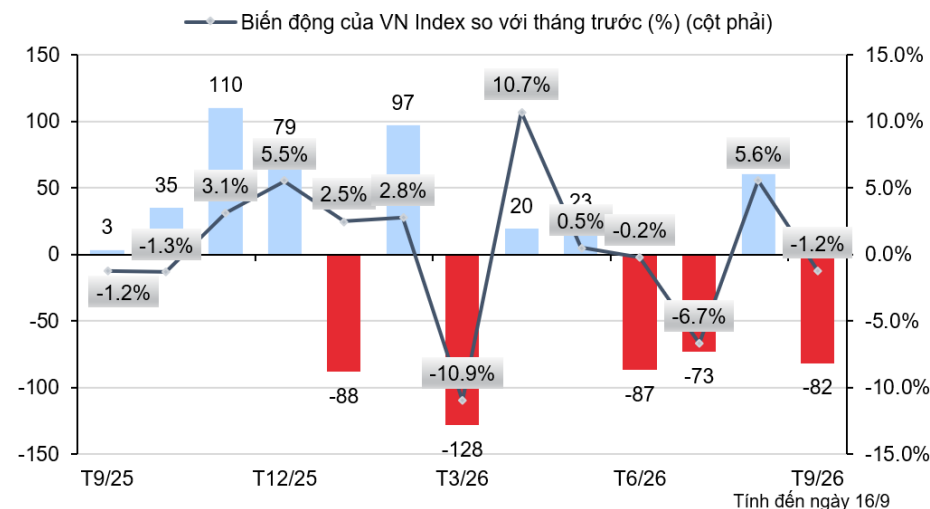
... các nghiệp vụ giao dịch repo ngày càng được sử dụng như một công cụ ổn định nhằm điều tiết biến động lãi suất LNH trong ngắn hạn



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 17/9.  
Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 26: Giá trị hút/bơm ròng hàng tháng thông qua OMO trong 12 tháng qua**

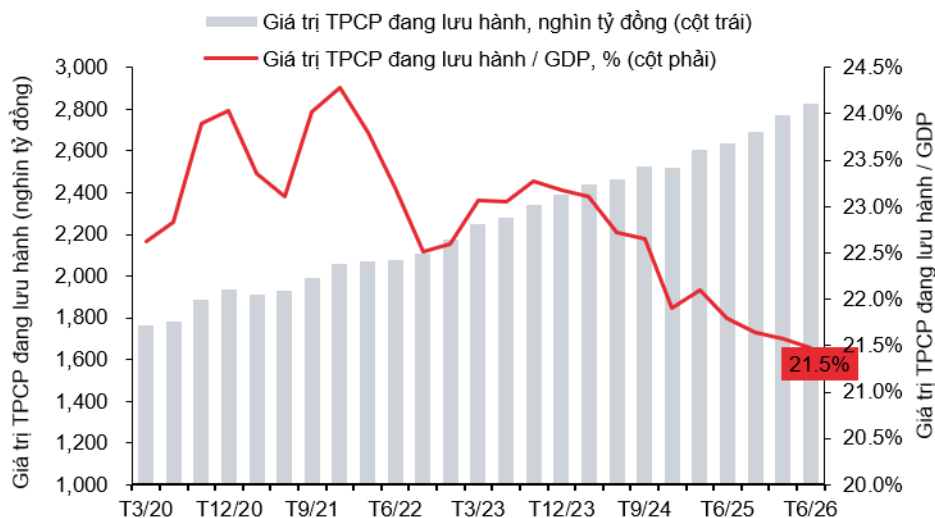
SBV quay lại hút ròng 82 nghìn tỷ đồng trong 17 ngày đầu tháng 9, đảo chiều so với mức bơm ròng trong tháng trước đó



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 17/9.  
Nguồn: NHNN, HSC

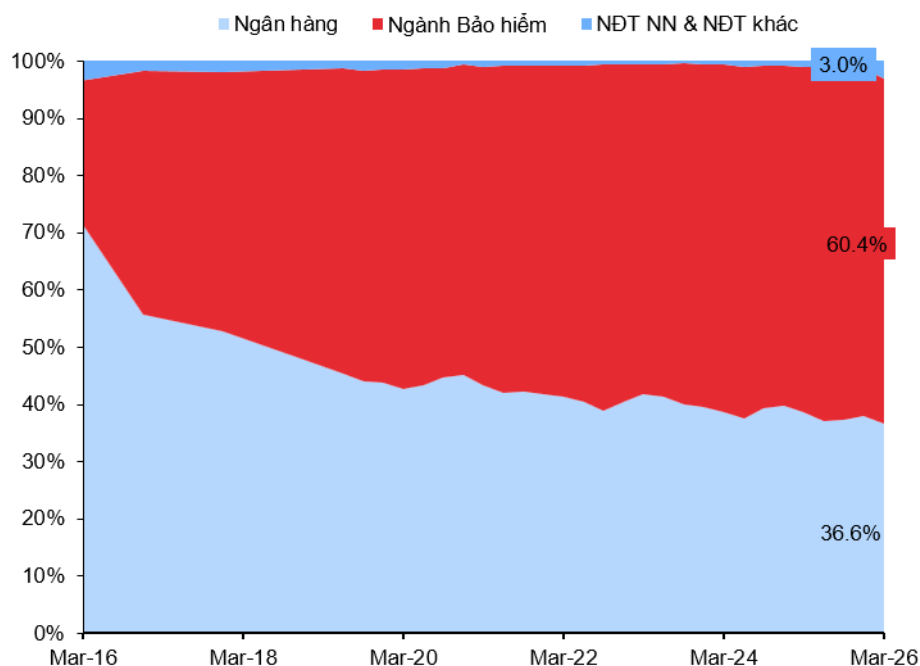
## Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

**Biểu đồ 27: Quy mô thị trường TPCP**



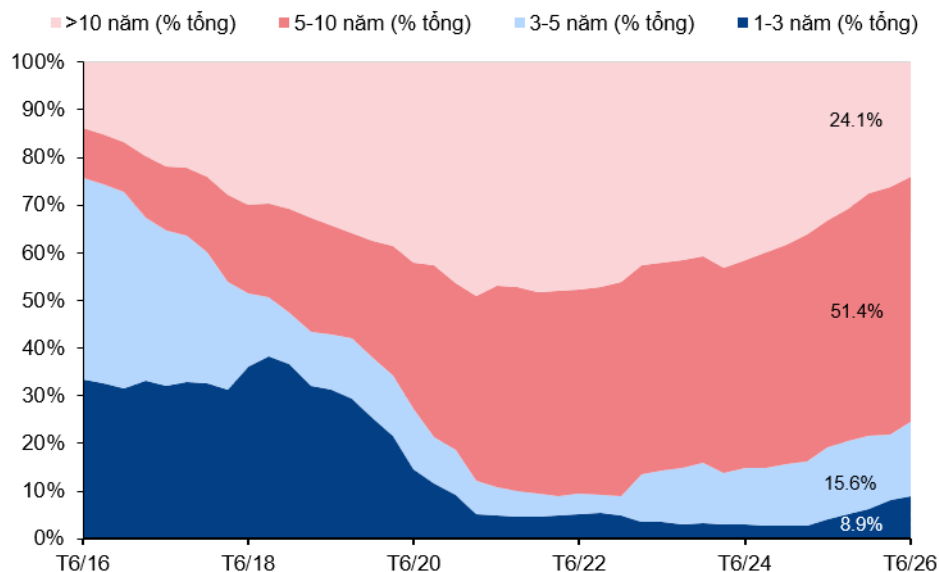
Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

**Biểu đồ 28: Giá trị TPCP đang lưu hành theo NĐT**



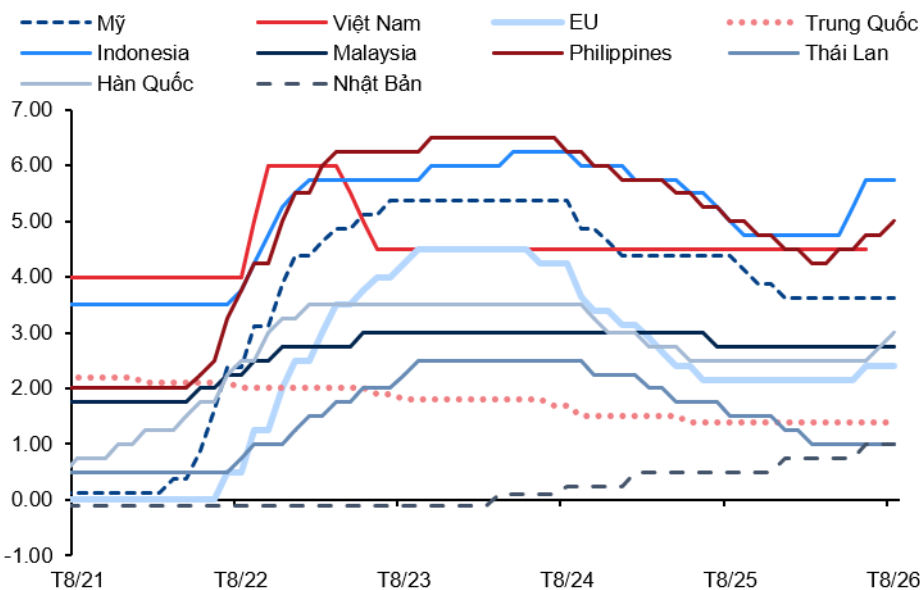
Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

**Biểu đồ 29: Giá trị TPCP đang lưu hành theo kỳ hạn**



Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

**Biểu đồ 30: Lãi suất điều hành tại một số nền kinh tế chính**



Nguồn: CEIC, HSC

Bảng 31: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 8/2026

| Ngày phát hành | Kỳ hạn (năm) | Giá trị chào bán (tỷ đồng) | Giá trị đầu thầu (tỷ đồng) | Giá trị trúng thầu (tỷ đồng) | Lãi suất (%/năm) |
|----------------|--------------|----------------------------|----------------------------|------------------------------|------------------|
| 8/5/2026       | 3            | 500                        | 500                        | 0                            |                  |
| 8/5/2026       | 5            | 4,000                      | 6,100                      | 3,200                        | 4.22             |
| 8/5/2026       | 10           | 7,000                      | 8,200                      | 3,400                        | 4.38             |
| 8/5/2026       | 15           | 1,000                      | 600                        | 500                          | 4.55             |
| 8/5/2026       | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 8/12/2026      | 3            | 500                        | 500                        | -                            | -                |
| 8/12/2026      | 5            | 6,000                      | 7,505                      | 4,000                        | 4.24             |
| 8/12/2026      | 10           | 7,000                      | 8,000                      | 3,600                        | 4.40             |
| 8/12/2026      | 15           | 1,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 8/12/2026      | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 8/19/2026      | 3            | 500                        | 500                        | -                            | -                |
| 8/19/2026      | 5            | 6,000                      | 7,100                      | 300                          | 4.24             |
| 8/19/2026      | 10           | 7,000                      | 8,500                      | 250                          | 4.40             |
| 8/19/2026      | 15           | 1,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 8/19/2026      | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 8/26/2026      | 3            | 500                        | 500                        | -                            | -                |
| 8/26/2026      | 5            | 7,000                      | 10,057                     | 6,707                        | 4.25             |
| 8/26/2026      | 10           | 8,000                      | 11,150                     | 5,700                        | 4.41             |
| 8/26/2026      | 15           | 1,000                      | 100                        | 50                           | 4.55             |
| 8/26/2026      | 30           | 500                        | 50                         | 50                           | 4.60             |

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 32: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế &amp; dự báo của HSC

|                                                                       | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tỷ giá</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)                                          | 23,085 | 22,765 | 23,555 | 24,265 | 25,480 | 26,300 | 27,000 | 27,500 | 27,800 |
| Tỷ giá (VND: CNY)                                                     | 3,535  | 3,579  | 3,415  | 3,418  | 3,491  | 3,761  | 4,060  | 4,167  | 4,212  |
| <b>GDP và việc làm</b>                                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)                                   | 2.87   | 2.55   | 8.54   | 4.98   | 7.04   | 8.02   | 8.50   | 8.00   | 8.00   |
| GDP (tỷ USD)                                                          | 346    | 370    | 411    | 433    | 476    | 514    | 545    | 576    | 621    |
| GDP bình quân đầu người (USD)                                         | 3,558  | 3,757  | 4,132  | 4,316  | 4,702  | 5,026  | 5,279  | 5,537  | 5,910  |
| Tài khoản vãng lai/GDP (%)                                            | 4.35   | -2.20  | 0.34   | 5.96   | 6.41   | 6.38   | -0.92  | 0.35   | 0.48   |
| Nợ công/GDP (%)                                                       | 43.5   | 44.2   | 37.0   | 36.5   | 37.0   | 36.8   | 37.3   | 39.0   | 40.6   |
| Nợ Chính phủ/GDP (%)                                                  | 38.3   | 39.2   | 34.7   | 32.9   | 33.0   | 33.2   | 34.1   | 36.1   | 37.9   |
| Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)                                   | 2.7    | 2.5    | 3.0    | 2.8    | 2.8    | 3.6    | 4.2    | 5.1    | 5.2    |
| Tổng dư nợ tín dụng / GDP                                             | 114    | 123    | 124    | 131    | 136    | 145    | 148    | 153    | 157    |
| FDI giải ngân / FDI (%)                                               | 5.8    | 5.3    | 5.4    | 5.4    | 5.3    | 5.4    | 5.5    | 5.5    | 5.6    |
| Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)                                       | 2.37   | 3.56   | 2.32   | 2.26   | 2.22   | 2.22   | 2.60   | 2.50   | 2.50   |
| <b>Giá cả</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)                        | 3.2    | 1.8    | 3.1    | 3.3    | 3.6    | 3.3    | 4.7    | 4.2    | 4.1    |
| CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)                                      | 0.2    | 1.8    | 4.5    | 3.6    | 2.9    | 3.5    | 5.1    | 4.5    | 4.3    |
| <b>Tiền tệ và lãi suất</b>                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lãi suất điều hành (%)                                                | 4.00   | 4.00   | 6.00   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   |
| Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)                                   | 0.2    | 0.7    | 4.4    | 0.5    | 4.0    | 1.8    | 4.0    | 4.0    | 4.0    |
| Tăng trưởng tín dụng (y/y %)                                          | 12.2   | 13.6   | 14.2   | 13.8   | 15.1   | 19.0   | 14.0   | 13.5   | 13.0   |
| Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)                                          | 12,111 | 13,402 | 14,227 | 15,999 | 17,915 | 19,444 | 21,972 | 24,719 | 27,685 |
| Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)                                       | 14.5   | 10.7   | 6.2    | 12.5   | 12.0   | 8.5    | 13.0   | 12.5   | 12.0   |
| Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)                                             | 95     | 107    | 85     | 90     | 81     | 83     | 90     | 95     | 100    |
| Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)                                        | 5.6    | 5.5    | 7.4    | 4.8    | 4.6    | 5.2    | 5.9    | 6.0    | 6.0    |
| Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)                                 | 4.0    | 4.0    | 6.0    | 4.75   | 4.75   | 4.75   | 4.75   | 4.75   | 4.75   |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)                                 | 1.2    | 1.0    | 4.6    | 1.9    | 2.4    | 3.3    | 4.5    | 4.6    | 4.7    |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)                                | 2.0    | 2.9    | 4.8    | 2.2    | 2.8    | 3.8    | 4.7    | 4.8    | 4.9    |
| <b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)                                           | 19.9   | 3.3    | 12.1   | 28.4   | 24.9   | 20.0   | 2.2    | 5.2    | 7.1    |
| Tài khoản vãng lai (tỷ USD)                                           | 15.1   | -8.1   | 1.4    | 25.8   | 30.5   | 32.8   | -5.0   | 2.0    | 3.0    |
| Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)                                          | 263    | 333    | 360    | 326    | 381    | 455    | 556    | 612    | 699    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 19.4   | 22.2   | 10.0   | 14.3   |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 475    | 558    | 617    | 706    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 17.0   | 17.5   | 10.5   | 14.5   |
| Nợ nước ngoài (tỷ USD)                                                | 129    | 140    | 149    | 142    | 155    | 169    | 179    | 189    | 205    |
| Nợ nước ngoài/GDP (%)                                                 | 37.3   | 37.7   | 36.2   | 32.7   | 32.6   | 32.8   | 32.8   | 32.8   | 33.0   |
| Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)                                            | 20.0   | 19.7   | 22.4   | 23.2   | 25.4   | 27.6   | 30.0   | 31.9   | 34.5   |
| Vốn FDI cam kết (tỷ USD)                                              | 28.5   | 31.2   | 27.7   | 39.4   | 38.2   | 38.4   | 40.8   | 45.0   | 48.0   |
| <b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PMI ngành sản xuất (cuối năm)                                         | 51.7   | 52.5   | 46.4   | 48.9   | 49.8   | 53.8   | 50.0   | 51.0   | 51.0   |
| Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)             | 9.5    | 8.7    | 0.2    | 5.8    | 8.8    | 10.1   | 10.5   | 8.0    | 9.0    |
| Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm) | 13.1   | 10.9   | 0.6    | 7.6    | 10.2   | 10.9   | 11.0   | 9.0    | 10.0   |
| Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)                  | 4.9    | 6.0    | 8.0    | 3.6    | 9.8    | 10.5   | 11.0   | 9.5    | 10.0   |
| Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)                               | -0.9   | -9.1   | 19.8   | 9.4    | 9.0    | 9.2    | 12.0   | 13.0   | 13.0   |

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.  

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$
  
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
 Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
 Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM  
 T: (+84 28) 3823 3299  
 F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
 16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
 T: (+84 24) 3933 4693  
 F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)