

Thanh khoản trên thị trường tiền tệ biến động mạnh vào cuối quý

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

- Lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống dưới 1% trong ngày 28-29/9/2026 trước khi tăng mạnh trở lại lên 6,95% vào cuối quý, tương tự diễn biến từng ghi nhận trong tháng 7 và tháng 8. Lãi suất cho vay qua đêm bình quân tháng 9 giảm xuống 3,41%, giảm 79 điểm cơ bản so với tháng trước, bất chấp mức tăng mạnh vào cuối quý. NHNN đã bơm ròng 10 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO vào ngày 30/9/2026, cho thấy đợt tăng mạnh gần đây chủ yếu do áp lực thanh khoản tạm thời vào cuối quý.
- NHNN đã sử dụng đồng thời kênh OMO và giao dịch hoán đổi ngoại tệ (swap) để điều tiết thanh khoản ngắn hạn, bơm ròng 34,3 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO trong giai đoạn 21-25/9/2026 và mở lại nghiệp vụ swap ngoại tệ USD/VND kỳ hạn 7 ngày quy mô tối đa 2 tỷ USD khi lãi suất cho vay qua đêm tiến sát 7% vào ngày 21/9/2026.
- NHNN vẫn rút ròng 82,2 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong tháng 9, tương đương số dư OMO giảm xuống 150,5 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 9.

OMO và giao dịch swap ngoại tệ giúp giảm bớt áp lực thanh khoản ngắn hạn

Thanh khoản thị trường tiền tệ tiếp tục biến động trong tháng 9. Lãi suất cho vay qua đêm tăng lên 6,84% vào ngày 21/9/2026, trước khi giảm xuống 0,48% và 0,56% trong ngày 28-29/9/2026. Bất chấp biến động, lãi suất cho vay qua đêm bình quân ở mức 3,41%, giảm 79 điểm cơ bản so với tháng trước. NHNN đã bơm ròng 34,3 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO trong giai đoạn 21-25/9/2026 và mở lại kênh swap ngoại tệ USD/VND kỳ hạn 7 ngày với hạn mức tối đa 2 tỷ USD. Việc lãi suất tăng trở lại lên 6,95% vào cuối tháng 9 có vẻ chủ yếu phản ánh áp lực tạm thời vào cuối quý, khiến NHNN tiếp tục bơm ròng 10 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO vào ngày 30/9/2026. Biến động tương tự cũng diễn ra trong tháng 7 và tháng 8, khi lãi suất cho vay qua đêm giảm nhanh xuống lần lượt 0,75% và 1,19%, trước khi tăng trở lại trên 5%.

Mặc dù đã can thiệp, NHNN vẫn rút ròng 82,2 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong tháng 9. Số dư OMO ở mức 150,5 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 9, tạo dư địa để tiếp tục hỗ trợ thanh khoản khi cần thiết. Lãi suất các kỳ hạn bình quân tháng cũng giảm, trong đó lãi suất kỳ hạn 1 tuần, 1 tháng và 3 tháng lần lượt giảm 58, 68 và 45 điểm cơ bản so với tháng trước xuống lần lượt 4,86%, 6,08% và 6,92%. Do đó, chúng tôi cho rằng lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh gần đây chủ yếu phản ánh yếu tố cuối quý, và kỳ vọng lãi suất cho vay qua đêm sẽ dao động quanh mức 4-6%, trong bối cảnh NHNN tiếp tục điều chỉnh quy mô hỗ trợ thanh khoản phù hợp.

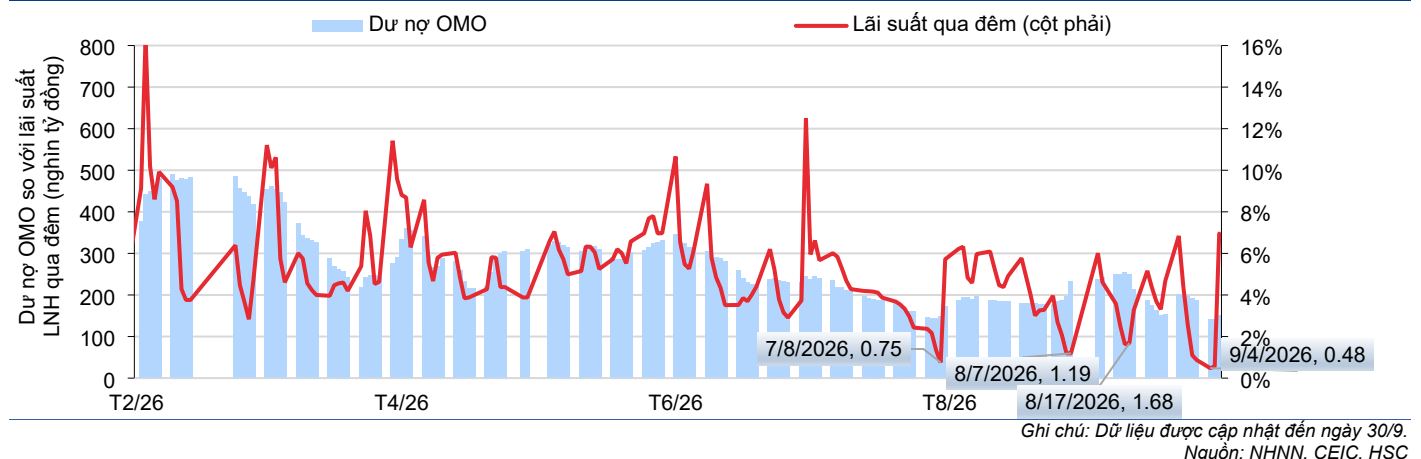
Tỷ giá USD/VND ổn định, chênh lệch trên thị trường tự do thu hẹp

Tỷ giá tham chiếu trung tâm của NHNN ở mức 25.627 vào cuối tháng 9, trong khi tỷ giá USD/VND giao dịch ở mức 25.750-26.160 trên thị trường LNH và 25.900-25.950 trên thị trường tự do. Đáng chú ý, tỷ giá trên thị trường tự do đã giảm xuống thấp hơn khoảng 0,1% so với tỷ giá LNH, đảo chiều so với mức chênh lệch 7% trong giai đoạn căng thẳng tỷ giá tháng 3/2026, cho thấy nhu cầu USD ngoài hệ thống đã giảm đáng kể. Dòng vốn ngoại tệ tiếp tục được hỗ trợ bởi nguồn FDI và hoạt động thương mại, cùng với việc NHNN linh hoạt sử dụng kênh OMO và giao dịch swap ngoại tệ, đã góp phần duy trì sự ổn định của tỷ giá. Tuy nhiên, đồng USD mạnh, mặt bằng lãi suất toàn cầu cao và rủi ro địa chính trị là các yếu tố cần theo dõi gây áp lực lên tỷ giá.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 2/10.

Biểu đồ 1: Dư nợ OMO và lãi suất liên ngân hàng qua đêm

Lãi suất qua đêm vẫn biến động mạnh trong những tháng gần đây, khi NHNN sử dụng các nghiệp vụ OMO và giao dịch hoán đổi ngoại tệ (FX swap) để chủ động điều tiết và giảm áp lực thanh khoản ngắn hạn



Thanh khoản tiếp tục biến động, NHNN còn dư địa hỗ trợ

Thanh khoản thị trường tiền tệ tiếp tục biến động trong tháng 9, trong đó lãi suất cho vay qua đêm dao động từ 6,84% vào ngày 21/9/2026 xuống dưới 1%, trước khi tăng trở lại lên 6,95% vào cuối quý. NHNN đã chủ động điều tiết thanh khoản ngắn hạn thông qua thị trường OMO và giao dịch swap ngoại tệ, bao gồm bơm ròng 34,3 nghìn tỷ đồng qua OMO trong giai đoạn 21-25/9/2026 và mở kênh swap ngoại tệ quy mô 2 tỷ USD. NHNN vẫn rút ròng 82,2 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong tháng 9, tương đương số dư trên OMO giảm xuống 150,5 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, tỷ giá USD/VND nhìn chung ổn định, với chênh lệch trên thị trường tự do thu hẹp xuống thấp hơn khoảng 0,1% so với tỷ giá LNH, từ mức cao hơn 7% trong giai đoạn căng thẳng tỷ giá tháng 3/2026. Điều này cho thấy nhu cầu USD ngoài hệ thống đã giảm đáng kể, nhờ dòng ngoại tệ tiếp tục chảy vào và chính sách điều tiết thanh khoản linh hoạt của NHNN.

OMO và giao dịch swap ngoại tệ giúp giảm bớt áp lực thanh khoản ngắn hạn

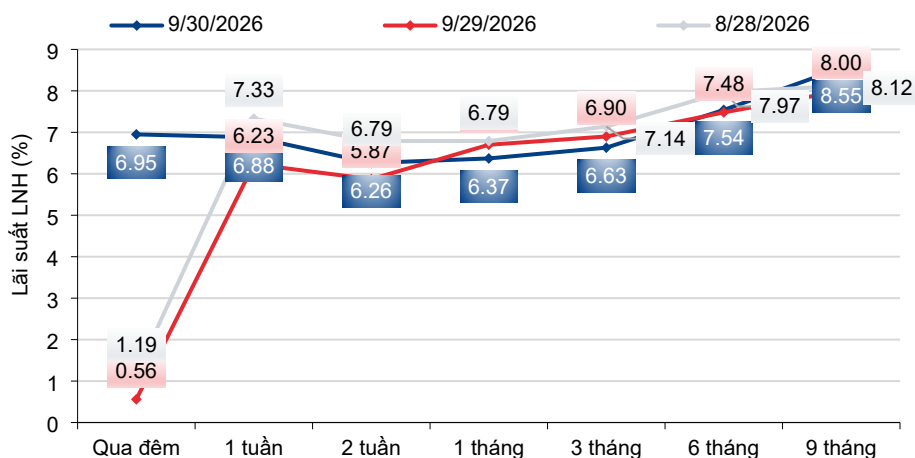
Lãi suất cho vay qua đêm LNH đã nhanh chóng hạ nhiệt sau khi tăng mạnh vào giữa tháng 9, giảm xuống lần lượt 0,48% và 0,56% trong ngày 28-29/9/2026, mức thấp nhất kể từ tháng 3/2024 (Biểu đồ 2-3). Điều này cho thấy áp lực thanh khoản VND kỳ hạn rất ngắn đã hạ nhiệt đáng kể, trong bối cảnh NHNN chuyển sang bơm ròng qua thị trường OMO trong tuần trước đó, cùng với việc kích hoạt lại nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ.

Tuy nhiên, áp lực thanh khoản nhanh chóng quay trở lại vào cuối quý với lãi suất cho vay qua đêm tăng lên 6,95% vào ngày 30/9/2026. Lãi suất kỳ hạn 1 tuần và 2 tuần cũng tăng lần lượt 65 và 39 điểm cơ bản so với phiên trước lên lần lượt 6,88% và 6,26%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm nhẹ lần lượt 33 và 27 điểm cơ bản xuống lần lượt 6,37% và 6,63%. Sự phân hóa giữa các kỳ hạn cho thấy áp lực thanh khoản gần đây chủ yếu mang tính ngắn hạn và tập trung vào thời điểm cuối quý thay vì phản ánh tình trạng thắt chặt diện rộng trên toàn bộ đường cong lãi suất thị trường tiền tệ.

Để ứng phó với áp lực thanh khoản cuối quý, NHNN đã bơm ròng 10 nghìn tỷ đồng vào ngày 30/9/2026, với 13,2 nghìn tỷ đồng cho vay mới qua thị trường OMO so với 3,2 nghìn tỷ đồng đáo hạn (Mời xem Biểu đồ 11 trong phần Phụ lục). Do đó, chúng tôi cho rằng việc lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên gần 7% chủ yếu phản ánh áp lực thanh khoản tạm thời vào cuối quý. Trên thực tế, lãi suất ngắn hạn bình quân ở các kỳ hạn ngắn đến 3 tháng đã giảm đáng kể trong 3 tháng qua, với chi phí huy động bình quân hiện thấp hơn so với 6 tháng đầu năm 2026, cho thấy điều kiện thanh khoản nhìn chung đã phần nào cải thiện so với nửa đầu năm. Cụ thể trong tháng 9, lãi suất bình quân kỳ hạn 1 tuần, 1 tháng và 3 tháng lần lượt ở mức 4,86%, 6,08% và 6,92%, giảm lần lượt 58, 68 và 45 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 4). Khi hiệu ứng cuối quý giảm dần, chúng tôi dự báo lãi suất cho vay qua đêm sẽ dao động quanh mức 4-6%, trong bối cảnh NHNN tiếp tục đảm bảo thanh khoản ở mức phù hợp.

Biểu đồ 2: Lãi suất liên ngân hàng

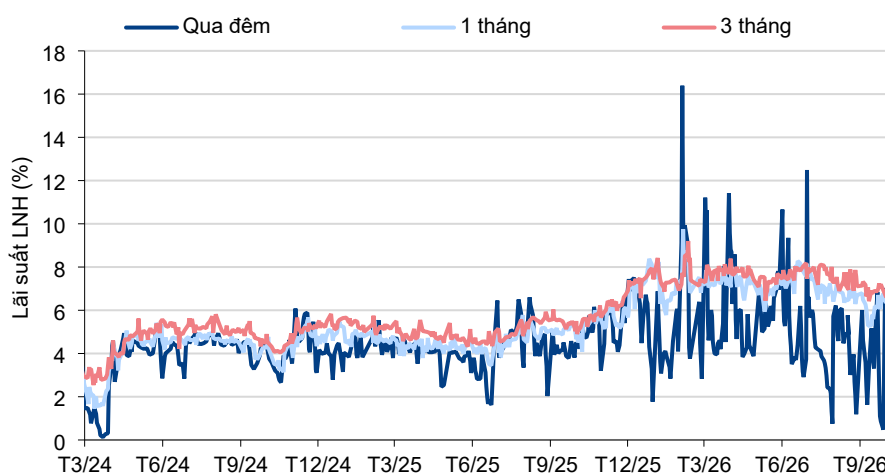
Lãi suất qua đêm giảm mạnh về cuối tháng, trong khi lãi suất các kỳ hạn dài hơn vẫn ở mức cao, cho thấy điều kiện thanh khoản vẫn tương đối thắt chặt ở các kỳ hạn dài hơn ngoài kỳ hạn qua đêm



Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Biểu đồ 3: Lãi suất LNH theo kỳ hạn

Lãi suất qua đêm giảm xuống dưới 1% vào cuối tháng 9, mức thấp nhất kể từ tháng 3/2024



Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Biểu đồ 4: Lãi suất LNH bình quân hàng tháng theo kỳ hạn

Lãi suất bình quân ở các kỳ hạn ngắn từ 3 tháng trở xuống đã giảm đáng kể trong 3 tháng qua, giúp chi phí huy động bình quân giảm so với nửa đầu năm 2026

Lãi suất LNH bình quân (%)	Qua đêm	1 tuần	2 tuần	1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng
Q1/2026	4.29	5.04	5.58	6.78	7.32	7.79	8.02
T2/2026	7.05	8.49	7.28	7.81	7.84	7.80	7.95
T3/2026	6.32	6.80	7.25	7.44	7.82	7.81	7.82
T4/2026	5.47	6.09	6.54	7.29	7.75	7.89	8.25
T5/2026	6.30	6.48	6.71	6.93	7.37	7.92	8.31
T6/2026	5.41	6.47	7.02	7.69	7.79	8.04	8.02
T7/2026	4.05	4.98	5.86	7.08	7.78	8.23	9.26
T8/2026	4.21	5.44	6.14	6.76	7.37	7.94	9.04
T9/2026 (tính đến 29/09)	3.41	4.86	5.33	6.08	6.92	7.95	8.19
Bình quân	5.17	6.07	6.41	7.09	7.55	7.93	8.32

Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Đây không phải lần đầu lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống mức rất thấp trong những tháng gần đây. Biến động mạnh của lãi suất cho vay qua đêm cho thấy tình trạng thiếu hụt thanh khoản chỉ mang tính thời điểm thay vì kéo dài, trong khi điều kiện thị trường vẫn rất nhạy cảm với thời điểm và quy mô các nghiệp vụ thanh khoản của NHNN. Ngày 30/7/2026, lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 0,75%, trước khi tăng trở lại lên 5,72% vào ngày 31/7/2026, khi dư nợ trên thị trường OMO ở mức khoảng 149,2 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 1, trang đầu). Mặc dù NHNN đã rút ròng gần 73 nghìn tỷ đồng trong tháng 7, NHNN vẫn bơm ròng 12,2 nghìn tỷ đồng trong tuần cuối cùng của tháng, cho thấy cách tiếp cận linh hoạt của NHNN trong điều tiết thanh khoản ngắn hạn.

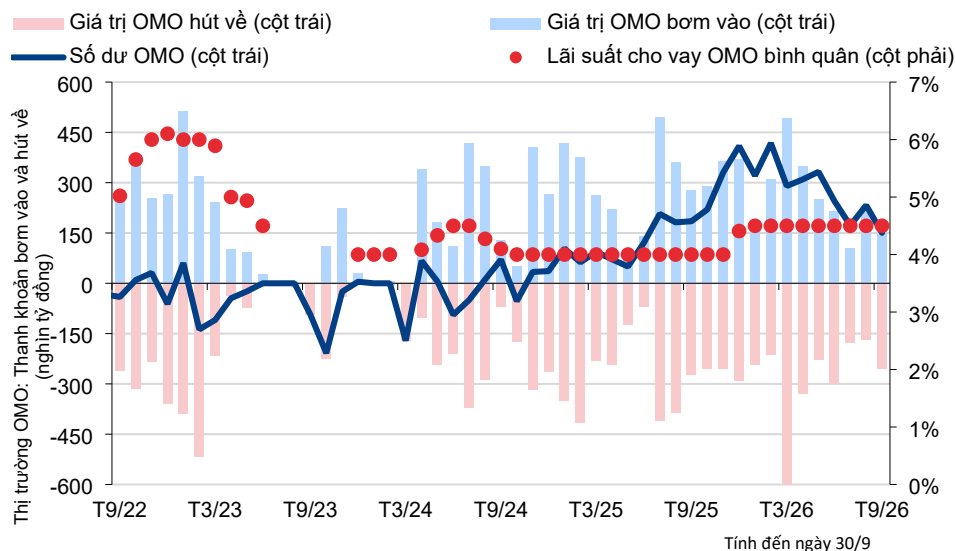
Diễn biến tương tự cũng xuất hiện vào cuối tháng 8. Lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 1,19% vào ngày 28/8/2026, trước khi tăng vọt lên 6% trong phiên kế tiếp. Dư nợ trên thị trường OMO đạt khoảng 196,5 nghìn tỷ đồng, khi NHNN bơm ròng khoảng 60,3 nghìn tỷ đồng trong tháng 8, bao gồm bơm ròng 54,9 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 24-28/8/2026 (Biểu đồ 1).

Trong tháng 9, điều kiện thanh khoản lại thắt chặt khi lượng lớn hợp đồng OMO đáo hạn dẫn đến rút ròng khoảng 79,1 nghìn tỷ đồng trong tháng, trong đó 172,3 nghìn tỷ đồng cho vay mới so với 254,5 nghìn tỷ đồng đáo hạn. Điều này góp phần khiến lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên gần 7% vào ngày 21/9/2026. Để ứng phó, NHNN đã nhanh chóng tăng cường cung ứng thanh khoản. Trong giai đoạn 21-25/9/2026, NHNN đã bơm ròng 34,3 nghìn tỷ đồng, bao gồm 67,6 nghìn tỷ đồng cho vay mới so với 33,2 nghìn tỷ đồng đáo hạn, ở các kỳ hạn 7 ngày, 14 ngày, 35 ngày và 91 ngày với lãi suất cho vay 4,5% (Biểu đồ 5-6) (Mời xem Biểu đồ 11 trong phần Phụ lục).

Số dư OMO ở mức 150,5 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 9, giảm 69% so với mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng vào tháng 2, tạo thêm dư địa hỗ trợ thanh khoản nếu điều kiện huy động vốn thắt chặt trở lại. Trong khi đó, kênh tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025.

Biểu đồ 5: Thị trường OMO: Bơm và hút thanh khoản

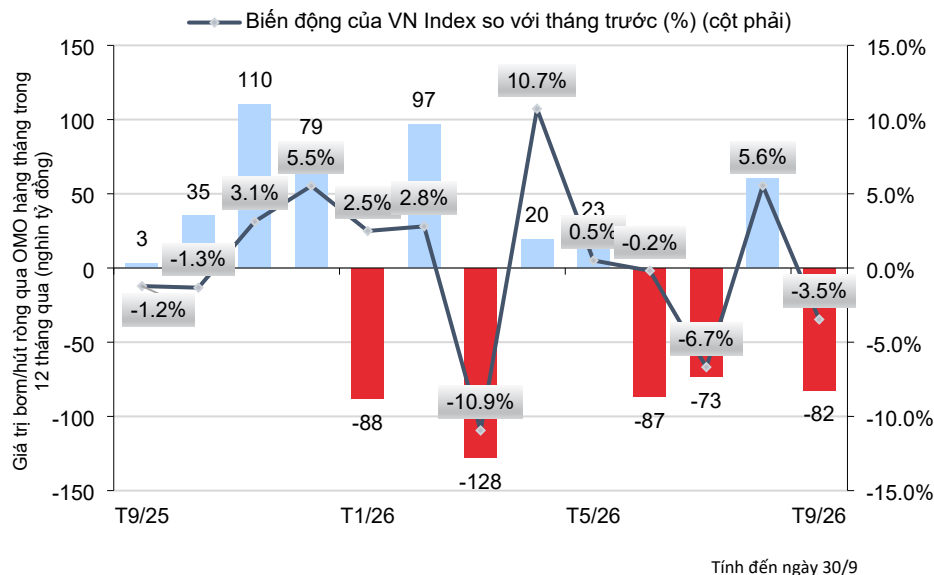
Số dư OMO đã giảm 69% so với mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng vào tháng 2, qua đó tạo dư địa để hỗ trợ thanh khoản nếu điều kiện huy động vốn căng thẳng trở lại



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 6: Giá trị bơm/hút ròng hàng tháng qua OMO trong 12 tháng qua

NHNN đã quay trở lại hút ròng trên kênh OMO trong tháng 9 khi thu hẹp quy mô bơm thanh khoản và các giao dịch OMO đang lưu hành đến hạn



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 30/9.
Nguồn: NHNN, HSC

Bên cạnh thị trường OMO, giao dịch swap ngoại tệ đã trở thành kênh bổ sung quan trọng cho thanh khoản VND trong các giai đoạn căng thẳng gần đây. Ngày 21/9/2026, NHNN đã mở lại nghiệp vụ swap ngoại tệ USD/VND kỳ hạn 7 ngày với hạn mức tối đa 2 tỷ USD. Động thái này diễn ra khi thanh khoản VND thắt chặt rõ rệt trong phiên, với lãi suất cho vay qua đêm LNH tăng lên gần 7% vào ngày 21/9/2026, từ bình quân 3,96% trong tuần trước đó. Đây là lần thứ 7 NHNN thực hiện giao dịch swap ngoại tệ kể từ đầu năm. Theo thỏa thuận, NHNN mua giao ngay USD và bán kỳ hạn USD trong 7 ngày, với tỷ giá mua giao ngay 24.406 và tỷ giá kỳ hạn 24.412, tương đương lãi suất swap 1,26% và chi phí huy động VND khoảng 5,14% (Biểu đồ 7).

Bảng 7: Tổng hợp các đợt can thiệp thông qua giao dịch hoán đổi ngoại tệ từ đầu năm đến nay

Đợt can thiệp thông qua giao dịch hoán đổi ngoại tệ trong tháng 9 đánh dấu lần can thiệp thứ 7 của NHNN kể từ đầu năm, phản ánh việc chủ động điều tiết thanh khoản trong bối cảnh số dư OMO giảm

Ngày giao dịch	Giá trị (tỷ USD)	Kỳ hạn (ngày)	Tỷ giá giao ngay (VND)	Tỷ giá kỳ hạn (VND)	Tỷ lệ hoán đổi	Lãi suất huy động VND hàm ý	Giá trị OMO đang lưu hành (tỷ đồng)	Lãi suất qua đêm bình quân trong tuần trước ngày giao dịch	Lãi suất qua đêm tại ngày giao dịch
4/2/2026	1	21	23,864	23,882	1.29%	4.92%	450,194	7.78%	10.19%
6/2/2026	1	21	23,863	23,881	1.29%	4.92%	480,214	8.92%	9.92%
10/2/2026	2	14	23,860	23,873	1.40%	5.03%	476,569	10.57%	8.51%
1/6/2026	1	14	23,932	23,944	1.31%	4.93%	345,931	7.28%	10.66%
23/6/2026	1	7	23,974	23,980	1.29%	4.91%	240,319	4.29%	5.21%
29/6/2026	1	7	23,991	23,997	1.29%	4.91%	230,852	4.25%	7.46%
21/9/2026	2	7	24,406	24,412	1.26%	5.14%	200,403	3.96%	6.84%

Nguồn: HSC

Nhìn chung, diễn biến trong tháng 9 cho thấy NHNN đang chủ động và linh hoạt sử dụng cả thị trường OMO và giao dịch swap ngoại tệ để xử lý tình trạng thiếu hụt thanh khoản ngắn hạn mang tính thời điểm. Việc lãi suất cho vay qua đêm giảm nhanh sau khi NHNN bơm thanh khoản cho thấy thanh khoản hệ thống vẫn rất nhạy cảm với quy mô và thời điểm các nghiệp vụ thị trường mở của NHNN. Trong khi đó, lãi suất các kỳ hạn bình quân tháng cũng hạ nhiệt mặc dù vẫn ở mức cao khoảng 6-7% vào cuối tháng.

Trong ngắn hạn, chúng tôi dự báo lãi suất cho vay qua đêm sẽ dao động quanh mức 4-6% khi áp lực cuối quý giảm dần, trong bối cảnh NHNN tiếp tục điều chỉnh mức

cung ứng thanh khoản phù hợp. Tuy nhiên, dư địa để đường cong lãi suất thị trường tiền tệ giảm trên diện rộng vẫn hạn chế. Nhu cầu tín dụng và đầu tư mạnh, cùng với hệ số LDR của hệ thống ngân hàng ở mức cao, sẽ khiến lãi suất tiền gửi khó giảm (Biểu đồ 9-10 trong phần Phụ lục). Đồng thời, áp lực tỷ giá trong bối cảnh đồng USD mạnh và lợi suất toàn cầu ở mức cao, cùng với rủi ro lạm phát, sẽ tiếp tục hạn chế dư địa nới lỏng tiền tệ.

Thị trường ngoại hối: Tỷ giá USD/VND ổn định, chênh lệch trên thị trường tự do thu hẹp

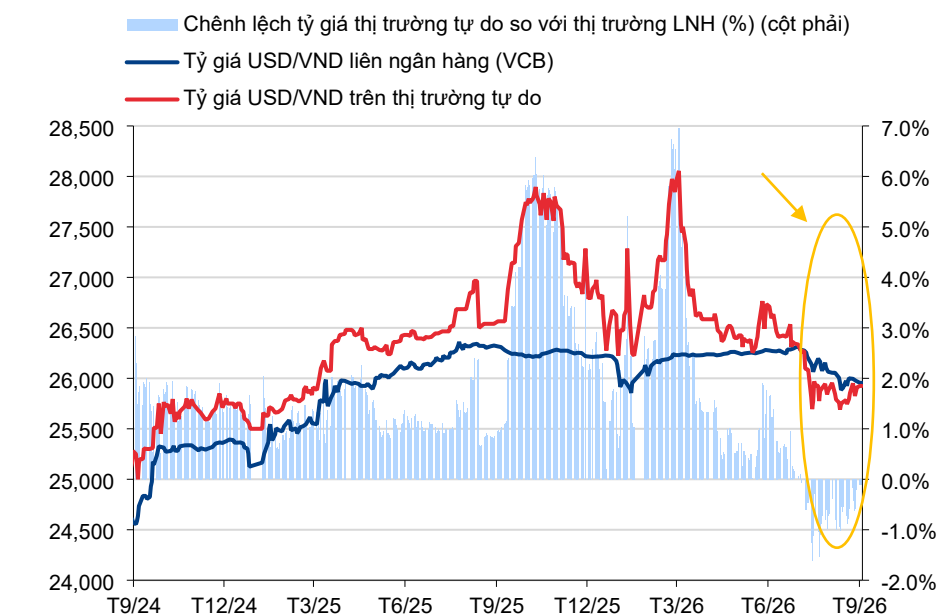
Tỷ giá USD/VND tương đối ổn định trong tháng 9, với tỷ giá tham chiếu trung tâm của NHNN giảm 3 đồng so với phiên trước xuống 25.627 vào ngày 30/9/2026. Trên thị trường LNH, tỷ giá USD/VND giao dịch quanh mức 25.750-26.160, trong khi tỷ giá trên thị trường tự do ở mức khoảng 25.900-25.950 (Biểu đồ 8).

Đáng chú ý, chênh lệch giữa tỷ giá trên thị trường tự do và thị trường LNH đã thu hẹp mạnh. Vào cuối tháng 9, tỷ giá trên thị trường tự do thấp hơn khoảng 0,1% so với tỷ giá LNH, đảo chiều đáng kể so với mức chênh lệch gần 7% ghi nhận trong đợt căng thẳng tỷ giá tháng 3/2026. Chênh lệch trên thị trường tự do thu hẹp mạnh cho thấy nhu cầu USD ngoài hệ thống đã giảm đáng kể. Điều này cũng phù hợp với việc tăng cường thực thi và giám sát chặt chẽ hơn đối với hoạt động mua bán ngoại tệ trái phép, qua đó có thể góp phần làm giảm hoạt động đầu cơ và động cơ giao dịch qua các kênh phi chính thức.

Sự ổn định gần đây của tỷ giá USD/VND được hỗ trợ bởi nguồn cung ngoại tệ liên tục từ dòng vốn FDI và các dòng ngoại tệ liên quan tới hoạt động thương mại, việc NHNN linh hoạt điều tiết thanh khoản thông qua OMO và giao dịch swap ngoại tệ. Thời gian tới, những yếu tố bất lợi từ bên ngoài, bao gồm đồng USD mạnh, mặt bằng lãi suất toàn cầu cao và rủi ro địa chính trị, tiếp tục là những áp lực chính cần theo dõi chặt chẽ.

Biểu đồ 8: Tỷ giá USD/VND: Thị trường liên ngân hàng và thị trường tự do

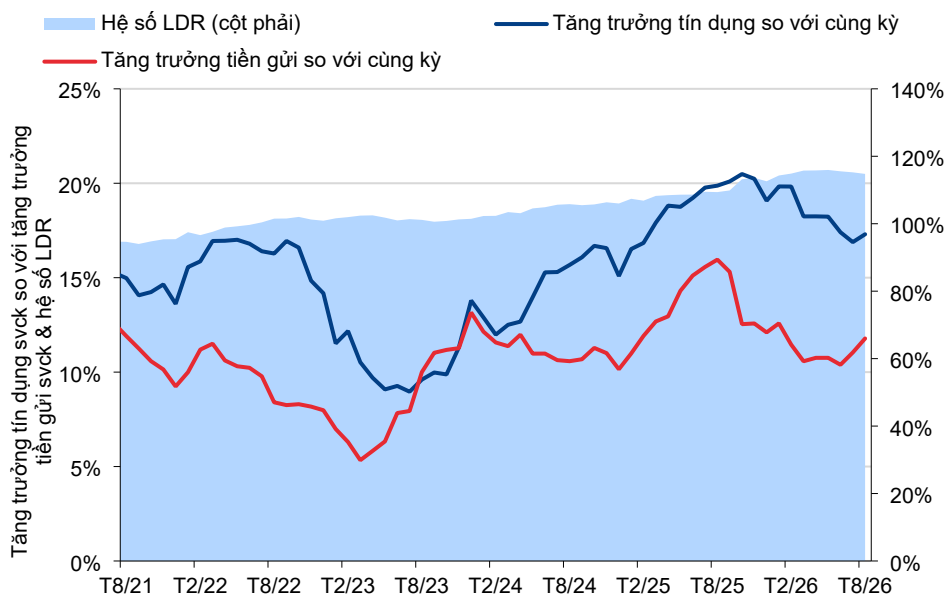
Sau khi các biện pháp thực thi nhằm siết chặt hoạt động giao dịch ngoại hối trái phép được tăng cường, tỷ giá USD/VND trên thị trường tự do đã giảm xuống thấp hơn tỷ giá trên thị trường liên ngân hàng



Nguồn: CEIC, tygiausd.org, HSC

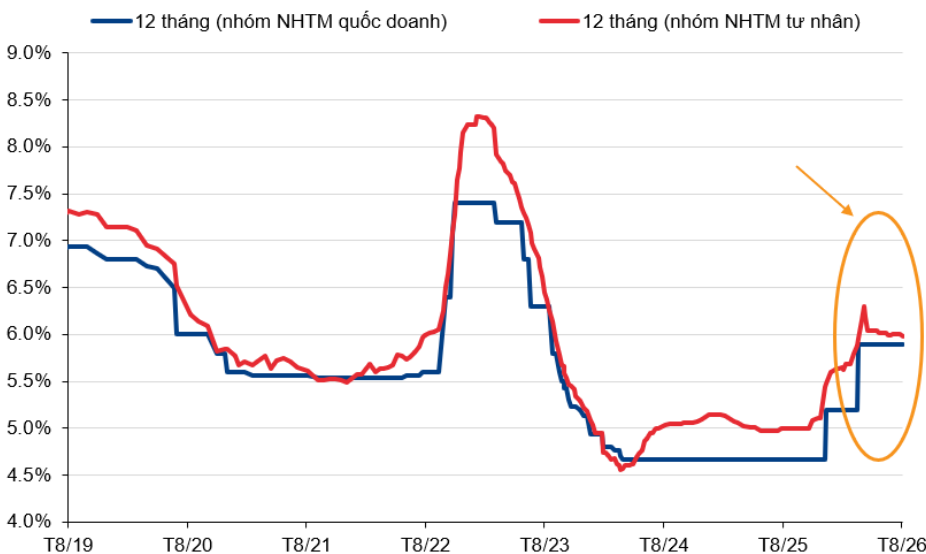
Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 9: Tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi so với cùng kỳ và hệ số LDR



Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng niêm yết, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 11: Các giao dịch reverse repo của NHNN trên kênh OMO trong tháng 9

Ngày	Giá trị phát hành reverse repo (tỷ đồng)	Lãi suất (%)	Kỳ hạn bình quân có trọng số (ngày)	Giá trị đáo hạn (tỷ đồng)	Giá trị reverse repo đang lưu hành (tỷ đồng)
01-09-26	-	-	-	-	232,721
02-09-26	-	-	-	-	232,721
03-09-26	5,161	4.50%	15	-	237,883
04-09-26	5,626	4.50%	7	-	243,508
05-09-26	-	-	-	-	243,508
06-09-26	-	-	-	-	243,508
07-09-26	20,659	4.50%	7	13,419	250,748
08-09-26	7,122	4.50%	15	8,536	249,333
09-09-26	11,773	4.50%	11	7,880	253,227
10-09-26	6,005	4.50%	8	8,583	250,649
11-09-26	1,700	4.50%	7	39,318	213,031
12-09-26	-	-	-	-	213,031
13-09-26	-	-	-	-	213,031
14-09-26	7,256	4.50%	27	32,140	188,147
15-09-26	852	4.50%	15	15,118	173,881
16-09-26	811	4.50%	29	11,641	163,052
17-09-26	2,531	4.50%	30	14,384	151,198
18-09-26	10,684	4.50%	17	9,394	152,488
19-09-26	-	-	-	-	152,488
20-09-26	-	-	-	-	152,488
21-09-26	57,066	4.50%	11	9,151	200,403
22-09-26	5,906	4.50%	10	6,557	199,752
23-09-26	1,246	4.50%	41	4,361	196,636
24-09-26	598	4.50%	41	5,117	192,118
25-09-26	2,759	4.50%	30	8,061	186,816
26-09-26	-	-	-	-	186,816
27-09-26	-	-	-	-	186,816
28-09-26	1,565	4.50%	21	46,358	142,023
29-09-26	9,814	4.50%	17	11,379	140,458
30-09-26	13,183	4.50%	15	3,145	150,496

Nguồn: NHNN, HSC

Bảng 12: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
Tỷ giá									
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
GDP và việc làm									
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
Giá cả									
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
Tiền tệ và lãi suất									
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
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	-19.2	-8.3	4.3
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	599	714	841
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	31.7	19.1	17.8
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	283	336	372	355	406	475	580	705	845
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	22.1	21.6	19.8
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	30.1	32.0	34.7
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	49.2	54.2	57.9
Kinh doanh & Tiêu dùng									
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 W: www.hsc.com.vn