

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

Sức ép lợi suất TPCP gia tăng do phát hành chứng lại

- Giá trị phát hành TPCP giảm 75% so với cùng kỳ xuống 11,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 (mức thấp nhất kể từ cuối năm 2024), đưa giá trị phát hành TPCP lũy kế 8 tháng đầu năm 2025 đạt 238,7 nghìn tỷ đồng (tăng 0,2% so với cùng kỳ, hoàn thành 48% kế hoạch cả năm).
- Thanh khoản trên thị trường thứ cấp cao kỷ lục, trong khi lợi suất tăng trong tháng thứ 6 liên tiếp. HSC nâng dự báo lợi suất TPCP năm 2025 lên 3,2% (kỳ hạn 5 năm) và 3,8% (kỳ hạn 10 năm) (từ lần lượt 3% và 3,2% trong dự báo trước đó), trong bối cảnh nguồn cung cao kỷ lục và chính sách tài khóa mở rộng, và tiếp tục xu hướng tăng dần trong giai đoạn 2026-2027.
- Lãi suất cho vay qua đêm biến động mạnh trong tháng 8 trước khi phục hồi lên 4,54% vào ngày 17/9/2025, do NHNN thắt chặt thanh khoản thông qua rút ròng trên thị trường OMO (giá trị đang lưu hành giảm từ 182 nghìn tỷ đồng cuối tháng 8 xuống 139 nghìn tỷ đồng vào ngày 19/9/2025). Lãi suất cho vay qua đêm được dự báo duy trì quanh mức 4% vào cuối năm 2025 trước khi giảm về 3,5% trong năm 2026-2027.

Phát hành trái phiếu sơ cấp giảm xuống mức thấp nhất kể từ cuối năm 2024

Phát hành TPCP Việt Nam trong tháng 8 giảm mạnh xuống 11,5 nghìn tỷ đồng (giảm 75% so với cùng kỳ và giảm 56% so với tháng trước), mức thấp nhất kể từ cuối năm 2024, trong đó 87% tập trung vào kỳ hạn 10 năm. Lũy kế 8 tháng đầu năm 2025, khối lượng phát hành chỉ tăng nhẹ 0,2% so với cùng kỳ, đạt 238,7 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 48% kế hoạch cả năm (500 nghìn tỷ đồng) và 31% kế hoạch Q3, cho thấy áp lực đấu thầu gia tăng trong thời gian tới. Lợi suất trúng thầu bình quân tiếp tục tăng trong tháng thứ 5 liên tiếp lên 3,28% (tăng 36 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 2 điểm cơ bản so với tháng trước), trong khi tỷ lệ trúng thầu giảm xuống 24% từ 55% trong tháng 7.

Lợi suất trái phiếu tăng lên trong bối cảnh nguồn cung kỷ lục và áp lực tài khóa

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp cao kỷ lục trong tháng 8 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng mạnh lên 690 triệu USD (tăng 66% so với cùng kỳ và tăng 16% so với tháng trước), nâng tổng giá trị giao dịch lên 14 tỷ USD, chủ yếu nhờ sự gia tăng giao dịch outright. Lợi suất tiếp tục xu hướng tăng trong 6 tháng, đóng cửa tháng 8 ở mức 3,01% (kỳ hạn 5 năm) và 3,55% (kỳ hạn 10 năm), và tiếp tục tăng nhẹ trong tháng 9. Bất chấp động thái cắt giảm lãi suất 25 điểm cơ bản của Fed vào ngày 17/9/2025, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm vẫn tăng 10 điểm cơ bản so với trước thời điểm công bố lên 4,14%, từ đó khiến chênh lệch lợi suất kỳ hạn 10 năm Việt Nam-Mỹ ở mức âm 57 điểm cơ bản.

Chúng tôi nâng dự báo lợi suất năm 2025 lên 3,2% (kỳ hạn 5 năm) và 3,8% (kỳ hạn 10 năm) trong bối cảnh chính sách tài khóa mở rộng mạnh mẽ và kế hoạch phát hành kỷ lục 500 nghìn tỷ đồng, sức ép từ nguồn cung nhiều khả năng sẽ duy trì lợi suất ổn định bất chấp lập trường nới lỏng. Trong năm 2026-2027, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm được dự báo sẽ tăng dần lần lượt 3,5% và 4,1%. Trong khi đó, NĐT nước ngoài mua ròng trong thứ 2 liên tiếp trong tháng 8 (35 triệu USD), nâng tổng giá trị mua ròng kể từ đầu năm lên 112 triệu USD, gấp gần 5 lần so với cùng kỳ.

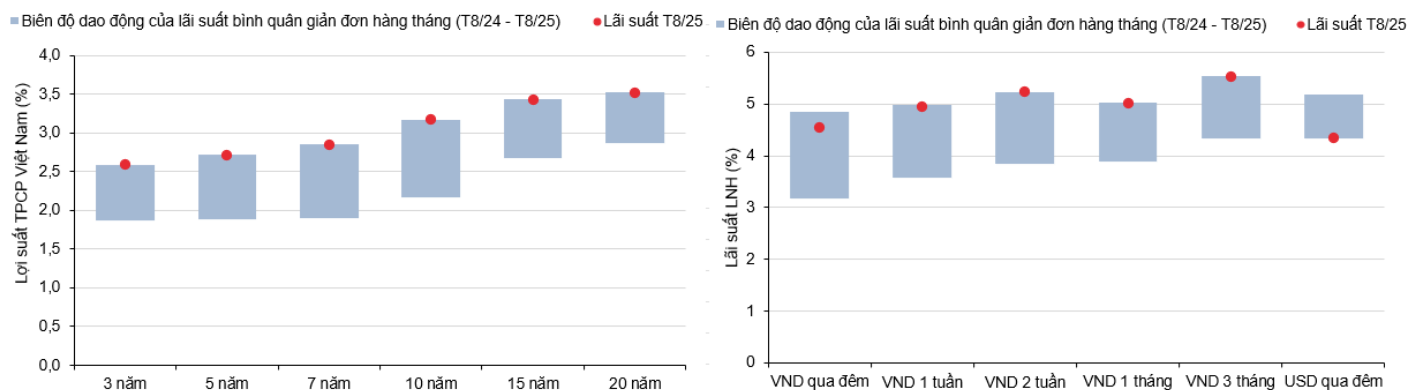
Lãi suất liên ngân hàng biến động do NHNN thắt chặt thanh khoản

Thị trường liên ngân hàng tiếp tục biến động trong tháng 8 với lãi suất cho vay qua đêm giảm sâu xuống 2% trước khi phục hồi lên 4,54% vào giữa tháng 9 do NHNN rút ròng thanh khoản khiến thanh khoản thắt chặt. Trên thị trường OMO, NHNN đã rút ròng 25,2 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 và 42,1 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 19/9/2025 thông qua các hoạt động cho vay, đồng thời tiếp tục tạm dừng phát hành tín phiếu NHNN, tương đương giá trị đang lưu hành giảm xuống 139 nghìn tỷ đồng (lãi suất 4%, kỳ hạn 7-91 ngày).

Trong phần còn lại của năm 2025, lãi suất cho vay qua đêm nhiều khả năng sẽ duy trì quanh mức 4% khi NHNN kiểm soát thanh khoản nhằm hỗ trợ tăng trưởng tín dụng và ổn định tỷ giá, đồng thời theo dõi chính sách của Fed, trước khi hạ xuống 3,5% trong năm 2026-2027.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/9.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 8/2025



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

Cập nhật thị trường TPCP tháng 8/2025

Thị trường TPCP Việt Nam vẫn tích cực trong tháng 8. Phát hành sơ cấp giảm mạnh xuống 11,5 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ cuối năm 2024, trong khi thanh khoản trên thị trường thứ cấp cao kỷ lục và lợi suất tiếp tục xu hướng tăng do kỳ vọng về nguồn cung tăng lên và diễn biến lãi suất tại Mỹ. HSC nâng dự báo lợi suất cho năm 2025 lên 3,2% cho kỳ hạn 5 năm và 3,8% cho kỳ hạn 10 năm và kỳ vọng tiếp tục tăng dần trong giai đoạn 2026-2027 mặc dù chính sách tiền tệ đang được nới lỏng. Lãi suất cho vay LNH biến động mạnh với lãi suất cho vay qua đêm dao động từ 2%-4,5% do NHNN rút thanh khoản khiến nguồn vốn bị thắt chặt. Lãi suất cho vay qua đêm được dự báo sẽ duy trì quanh mức 4% cho đến cuối năm trước khi giảm xuống khoảng 3,5% trong năm 2026-2027.

Thị trường sơ cấp

Trong tháng 8, KBNN đã phát hành thành công 11,5 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm 75% so với cùng kỳ và giảm 56% so với tháng trước, mức thấp nhất kể từ cuối năm 2024. Phát hành tập trung mạnh vào kỳ hạn 10 năm (gần 10 nghìn tỷ đồng, chiếm 87% tổng khối lượng), tiếp theo là kỳ hạn 15 năm (1,1 nghìn tỷ đồng), kỳ hạn 5 năm (350 tỷ đồng) và kỳ hạn 30 năm (30 tỷ đồng) (Biểu đồ 2-3) (Mời xem Biểu đồ 21 phần Phụ lục).

Lũy kế 8 tháng đầu năm 2025, giá trị phát hành TPCP đạt 238,7 nghìn tỷ đồng, chỉ tăng nhẹ 0,2% so với mức 238,2 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm 2024. Tính đến cuối tháng 8, KBNN mới chỉ hoàn thành 31% kế hoạch Q3 và 48% kế hoạch cả năm (Biểu đồ 4). Với mục tiêu phát hành kỷ lục trong năm nay (500 nghìn tỷ đồng), tiến độ hiện tại cho thấy áp lực đấu thầu sẽ tăng mạnh trong những tháng còn lại để hoàn thành mục tiêu cả năm.

Bảng 2: Những thay đổi về dự báo kinh tế của Việt Nam trong báo cáo này

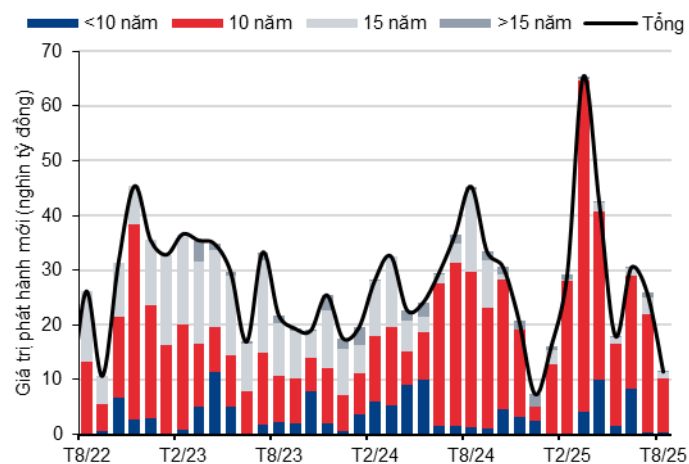
HSC điều chỉnh tăng dự báo lãi suất LNH qua đêm, lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm và 10 năm

	2025F		2026F		2027F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lãi suất LNH qua đêm (%)	3.8	4.0	3.3	3.5	3.3	3.5
Lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm (%)	3.0	3.2	3.1	3.4	3.2	3.5
Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	3.8	3.3	4.0	3.4	4.1

Nguồn: HSC

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

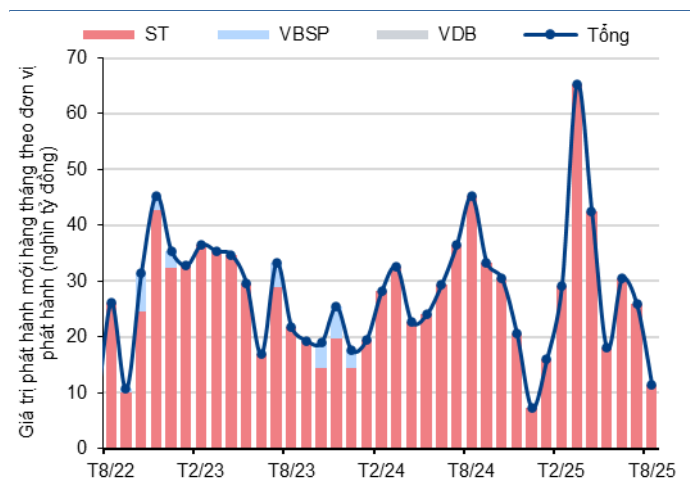
Trong tháng 8, giá trị phát hành mới giảm 75% so với cùng kỳ và giảm 56% so với tháng trước, đánh dấu mức thấp nhất kể từ tháng 12/2024



Nguồn: VBMA, HSC

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

Trong 20 tháng vừa qua, Kho bạc Nhà nước là đơn vị duy nhất phát hành trái phiếu Chính phủ



Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 5: Kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2025

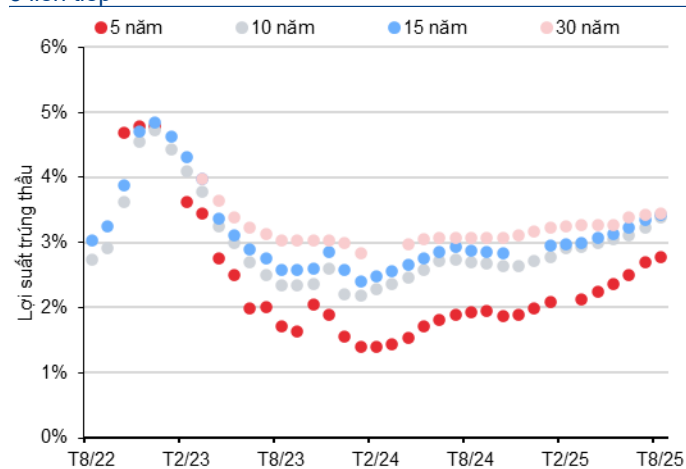
Phát hành thực tế trong 8 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 48% kế hoạch cả năm

Kỳ hạn	Kế hoạch 2025 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q3/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T8/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q3/25 tính đến T8 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 8T25 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q3/25	% kế hoạch 2025
3 năm		0.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		30.0	0.4	0.8	24.8	3%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		50.0	10.0	31.6	199.4	63%	
15 năm		30.0	1.1	4.0	11.1	13%	
20 năm		3.0	0.0	0.0	0.5	0%	
30 năm		5.0	0.1	1.0	2.9	19%	
Tổng	500.0	120.0	11.5	37.3	238.7	31%	48%

Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 6: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng (%/năm)

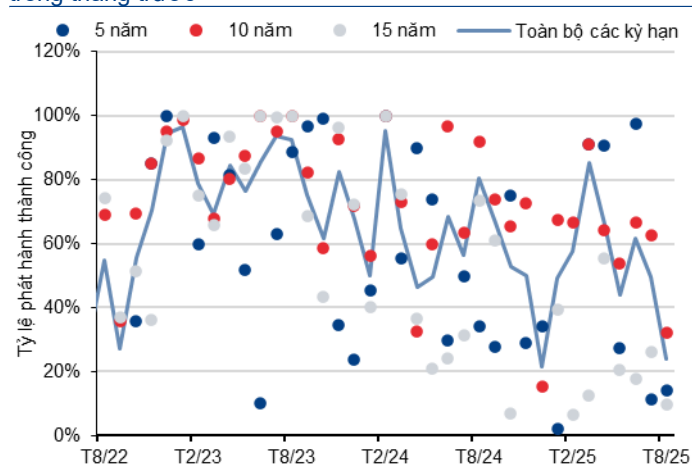
Lợi suất trúng thầu trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng tháng thứ 5 liên tiếp



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 7: Trái phiếu Chính phủ: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công giảm xuống còn 24% từ mức 55% trong tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

Lợi suất trúng thầu bình quân TPCP trên thị trường sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng trong tháng thứ 5 liên tiếp, đạt 3,28%, tăng 36 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 2 điểm cơ bản so với tháng trước. Lợi suất ở tất cả các kỳ hạn đều tăng nhẹ, tăng từ 2-15 điểm cơ bản so với tháng 7 và tăng 36-85 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Tuy nhiên, tỷ lệ phát hành thành công giảm mạnh xuống 24% từ 55% trong tháng trước, góp phần gây áp lực lên khối lượng phát hành trong tháng 8 (Biểu đồ 5-6).

Thị trường thứ cấp

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp tăng mạnh trong tháng 8 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng cao kỷ lục ở mức 690 triệu USD, tăng 66% so với cùng kỳ và tăng 16% so với tháng trước. Tổng khối lượng giao dịch trong tháng đạt 14 tỷ USD, chủ yếu nhờ giao dịch outright tăng 38% so với tháng trước, đạt 10,6 tỷ USD (chiếm 76% tổng khối lượng), trong khi hoạt động repo giảm 22% so với tháng trước, xuống 3,4 tỷ USD (Biểu đồ 7).

Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục xu hướng tăng trong tháng thứ 6 liên tiếp, tăng từ 18-33 điểm cơ bản so với tháng trước và 58-116 điểm cơ bản theo năm so với cùng kỳ. Tính đến cuối tháng 8, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 3,01% và 3,55%; tính đến ngày 19/9/2025, lợi suất tăng nhẹ lên lần lượt 3,02% và 3,57% (Biểu đồ 8-9).

Đáng chú ý, ngày 17/9/2025, Fed đã cắt giảm 25 điểm cơ bản lãi suất điều hành xuống 4-4,25%, lần giảm đầu tiên kể từ tháng 12/2024, đồng thời báo hiệu 2 đợt cắt giảm tổng cộng 0,5 điểm phần trăm trong phần còn lại của năm. Tuy nhiên, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm vẫn tiếp tục tăng nhẹ, phản ánh kỳ vọng của thị trường rằng lạm phát sẽ kéo dài, thâm hụt tài khóa lớn và Chính phủ vay nợ nhiều có thể khiến lãi suất

dài hạn duy trì ở mức cao mặc dù Fed đang nói lỏng chính sách. Tính đến ngày 19/9/2025, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Mỹ đã tăng 10 điểm cơ bản so với thời điểm trước thông báo của Fed, đạt 4,14%, từ đó khiến chênh lệch lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm Việt Nam-Mỹ ở mức âm 57 điểm cơ bản (Biểu đồ 10).

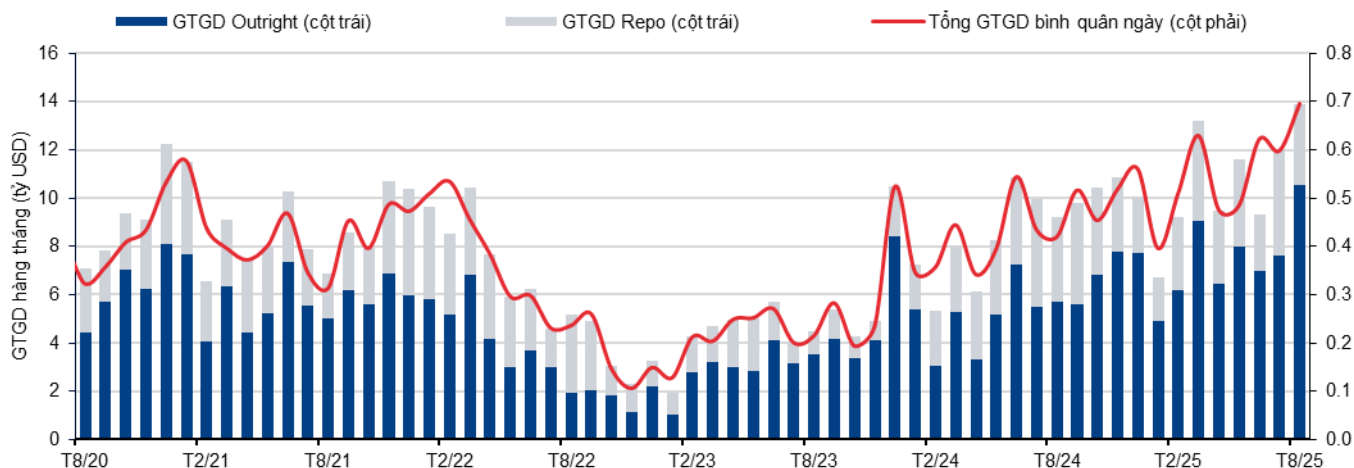
Tiền vọng lợi suất TPCP

Lợi suất TPCP Việt Nam được kỳ vọng sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2025 và duy trì đà tăng từ từ trong năm 2026-2027. HSC điều chỉnh tăng dự báo lợi suất TPCP năm 2025 với lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm hiện được dự báo lần lượt ở mức 3,2% và 3,8%, chủ yếu do tác động từ chính sách tài khóa mở rộng mạnh mẽ (Biểu đồ 12). Do mới chỉ hoàn thành 48% mục tiêu phát hành cả năm, nguồn cung nhiều khả năng sẽ tăng mạnh trong những tháng còn lại để hoàn thành mục tiêu phát hành kỷ lục 500 nghìn tỷ đồng, đồng thời hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP tham vọng ở mức 8,3-8,5%. Mặc dù chính sách tiền tệ trong nước được kỳ vọng tiếp tục nói lỏng, sự gia tăng đáng kể nguồn cung TPCP có thể gây thêm sức ép lên lợi suất.

Trong năm 2026-2027, lợi suất TPCP được dự báo sẽ tăng nhẹ, kỳ hạn 5 năm ở mức 3,4% và kỳ hạn 10 năm ở mức 4% trong năm 2026, sau đó tăng lên lần lượt 3,5% và 4,1% vào năm 2027.

Biểu đồ 8: GTGD hàng tháng và thanh khoản bình quân ngày

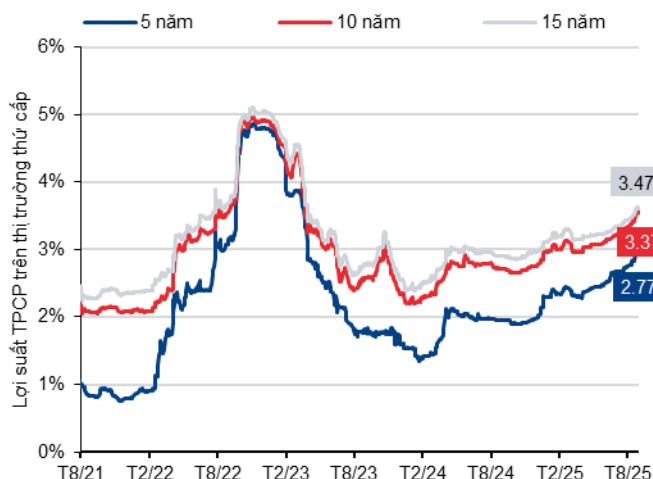
GTGD bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đạt mức cao kỷ lục 690 triệu USD, tăng 66% so với cùng kỳ và tăng 16% so với tháng trước



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 9: Biến động lợi suất TPCP

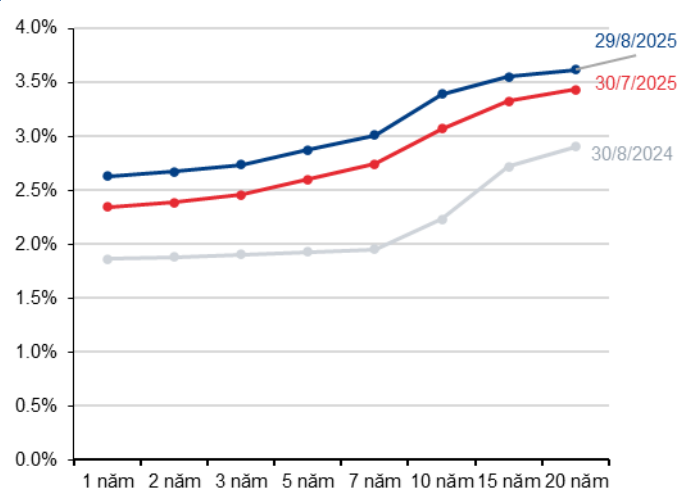
Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tại tất cả các kỳ hạn tăng 18-33 điểm cơ bản so với tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

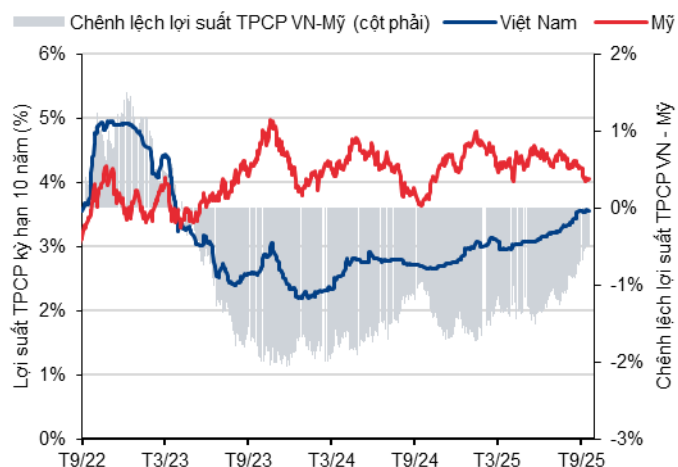
Biểu đồ 10: Đường cong lợi suất TPCP

Đường cong lợi suất TPCP tăng 58-116 điểm cơ bản so với cùng kỳ



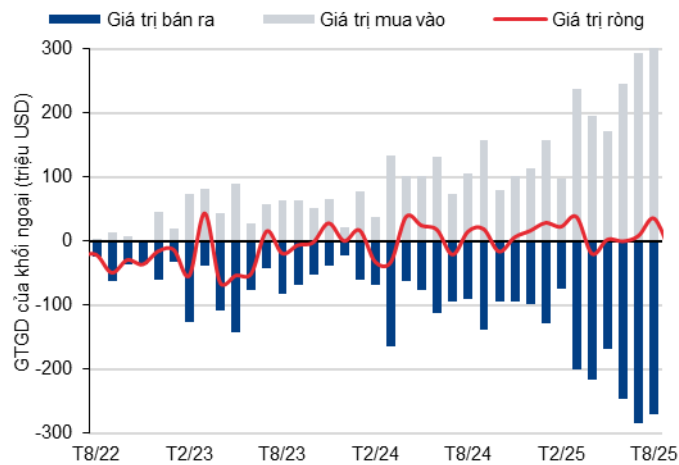
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 11: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam & Mỹ
Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam – Mỹ tính đến ngày 19/9 là âm 57 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, VIRIA, HSC

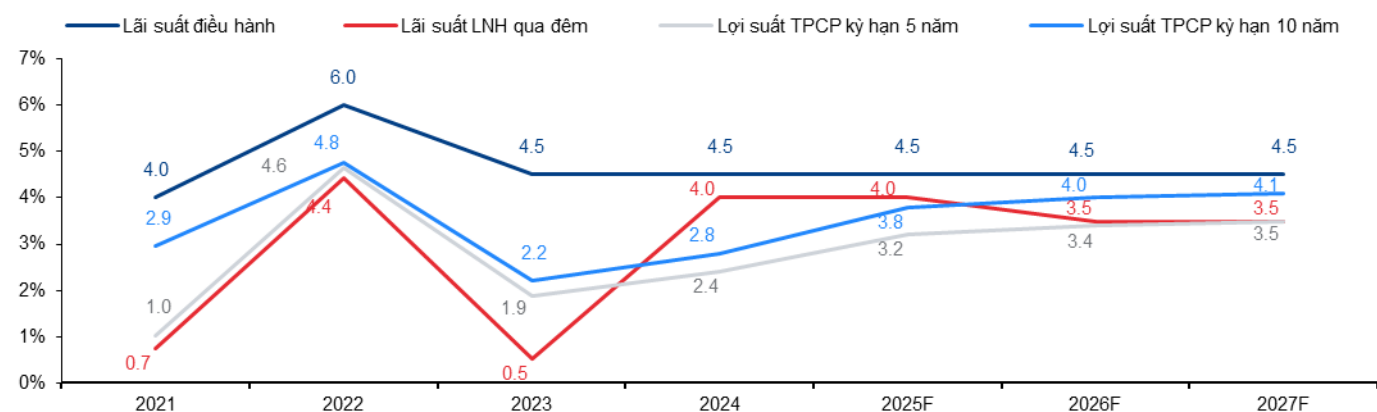
Biểu đồ 12: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên TT thứ cấp
NĐT NN duy trì vị thế mua ròng trong tháng 8 và trong 8 tháng đầu năm 2025



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 13: Tóm tắt dự báo của chúng tôi cho giai đoạn 2025-2027

HSC dự báo lợi suất TPCP sẽ tăng nhẹ trong giai đoạn 2025-2027



Nguồn: HSC

NĐT nước ngoài tiếp tục mua ròng trong tháng thứ 2 liên tiếp với giá trị 35 triệu USD trong tháng 8, cao gấp 4,5 lần so với mức 7,8 triệu USD của tháng trước. Lũy kế 8 tháng đầu năm, giá trị mua ròng của khối ngoại đạt 112 triệu USD, gần gấp 5 lần so với 23 triệu USD cùng kỳ năm 2024 (Biểu đồ 11).

Thị trường LNH và thị trường OMO

Thị trường LNH

Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất ngắn hạn giảm mạnh vào cuối tháng 8, trong đó, lãi suất cho vay qua đêm giảm mạnh từ 6,6% xuống 2% trước khi phục hồi về 4,54% vào ngày 17/9/2025 (Biểu đồ 14). Sự đảo chiều này phản ánh nhu cầu thanh khoản tăng mạnh của các ngân hàng sau kỳ nghỉ Quốc khánh, cùng với việc NHNN tiếp tục rút ròng qua kênh OMO, khiến chi phí huy động ngắn hạn nhanh chóng quay trở lại mức cao. Trong khi đó, lãi suất kỳ hạn dài hơn là một tháng và ba tháng duy trì ổn định, lần lượt ở mức khoảng 5,1% và 5,6% vào cuối tháng 8.

Đối với lãi suất đồng USD, lãi suất cho vay qua đêm duy trì ổn định ở mức 4,3%, thu hẹp chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND-USD xuống 22 điểm cơ bản vào ngày 17/9/2025, đảo chiều mạnh so với mức âm 228 điểm cơ bản vào cuối tháng 8 (Biểu đồ 15).

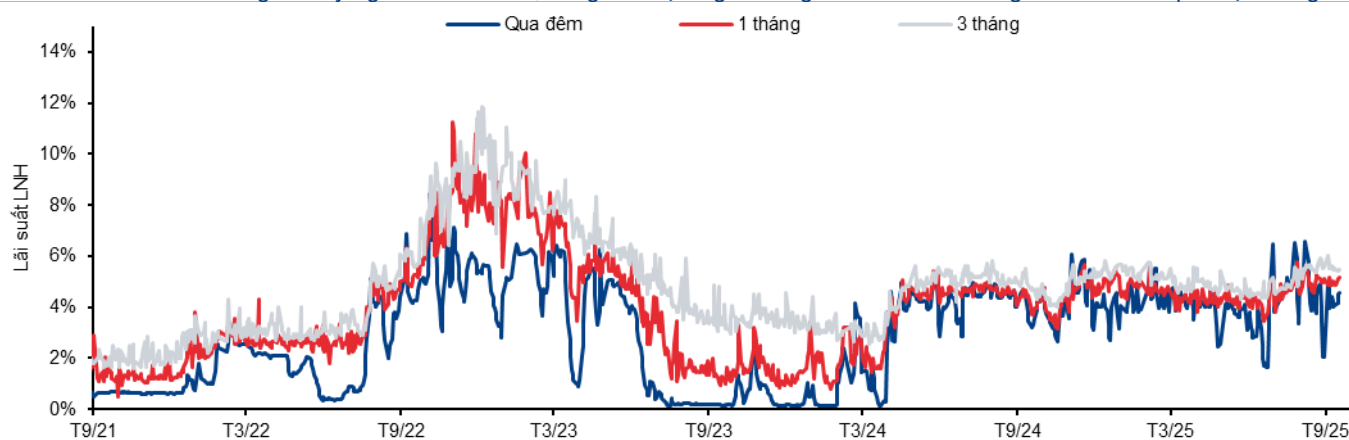
Thanh khoản LNH cũng tăng mạnh tháng thứ 2 liên tiếp lên mức cao kỷ lục 22 tỷ USD, tăng 71% so với cùng kỳ và tăng 6% so với tháng trước. Giao dịch qua đêm chiếm 88% tổng giá trị giao dịch trong tháng 8, tăng 77% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 1% so với tháng trước, xuống 19,4 tỷ USD (Biểu đồ 16).

Triển vọng lãi suất LNH

Trong phần còn lại của năm 2025, để cân đối mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% trong khi duy trì lãi suất huy động ở mức thấp, các ngân hàng được kỳ vọng sẽ ngày càng phụ thuộc vào thị trường tiền tệ và các công cụ hỗ trợ thanh khoản của NHNN để đáp ứng nhu cầu vốn. Theo đó, lãi suất LNH được dự báo sẽ tiếp tục theo sát định hướng điều hành thanh khoản của NHNN, với lãi suất cho qua đêm LNH được dự báo ổn định quanh mức 4% vào cuối năm 2025 trước khi giảm dần về mức 3,5% trong năm 2026-2027.

Biểu đồ 14: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

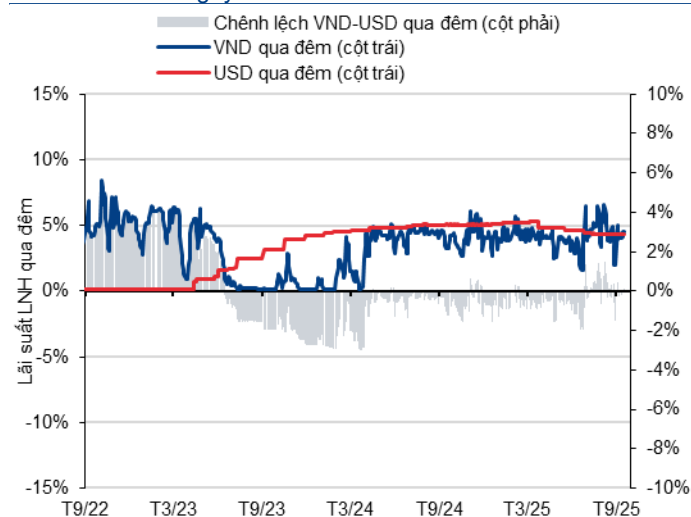
Lãi suất liên ngân hàng đã giảm xuống chỉ còn 2% vào cuối tháng 8 trước khi tăng lên 4,54% vào giữa tháng 9 do ảnh hưởng của nhu cầu thanh khoản tăng sau kỳ nghỉ Quốc khánh, cùng với việc Ngân hàng Nhà nước hút ròng thanh khoản qua thị trường OMO



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 15: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

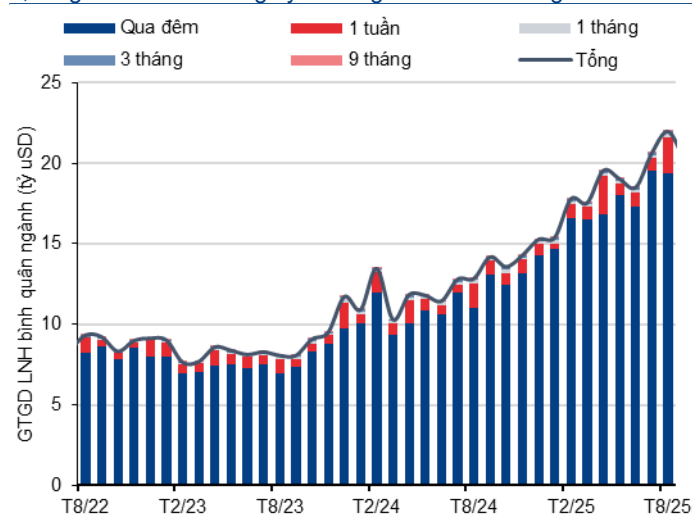
Chênh lệch lãi suất LNH qua đêm VND-USD giảm còn 22 điểm cơ bản tính đến ngày 17/9



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 16: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

GTGD liên ngân hàng bình quân ngày đạt 22 tỷ USD trong tháng 8, tăng 71% so với cùng kỳ và tăng 6% so với tháng trước



Nguồn: CEIC, HSC

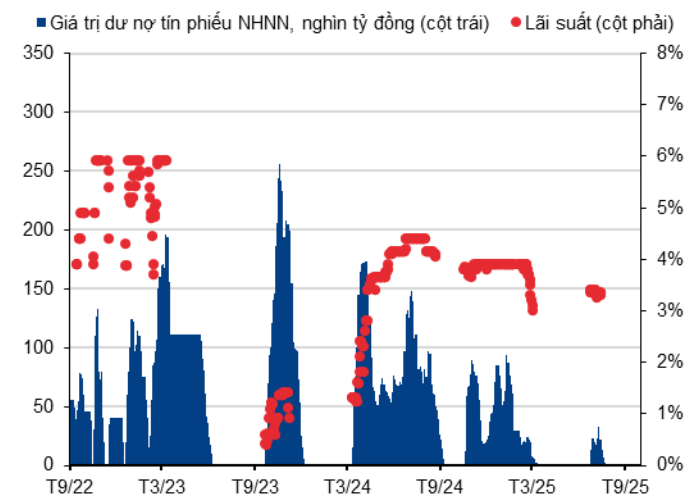
Thị trường OMO

Trong tháng 8, NHNN rút ròng 25,2 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO. Khối lượng phát hành hợp đồng mua lại đảo ngược đạt 361 nghìn tỷ đồng, trong khi đảo hạn ở mức 386 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 17-18). Phần lớn các giao dịch được thực hiện với lãi suất 4% và kỳ hạn 7-28 ngày, trong khi NHNN tiếp tục tạm ngừng phát hành tín phiếu. Tính đến ngày 29/8/2025, giá trị bơm ròng đang lưu hành qua thị trường OMO ở mức khoảng 182 nghìn tỷ đồng (tăng gần 850% so với cùng kỳ), cho thấy thanh khoản hệ thống vẫn duy trì ở mức cao kỷ lục.

Trong 19 ngày đầu tháng 9, NHNN duy trì lập trường thắt chặt, phát hành 165,5 nghìn tỷ đồng hợp đồng mua lại đảo ngược trong khi 207,6 nghìn tỷ đồng đảo hạn, tương đương rút ròng 42,1 nghìn tỷ đồng. Do đó, giá trị bơm ròng đang lưu hành giảm xuống 139 nghìn tỷ đồng. Thời gian tới, để ổn định tỷ giá, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục điều tiết thanh khoản thông qua thị trường OMO, qua đó tác động đến lãi suất LNH, đồng thời theo sát các động thái chính sách của Fed để có hành động phù hợp.

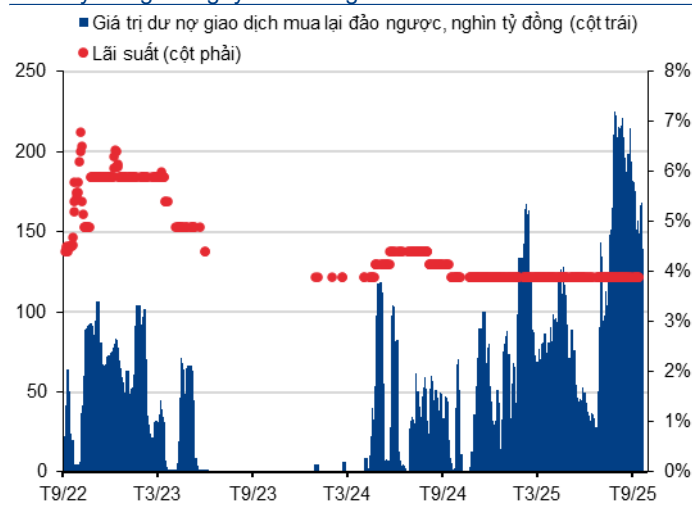
Biểu đồ 17: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7 do sức ép thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng...



Biểu đồ 18: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

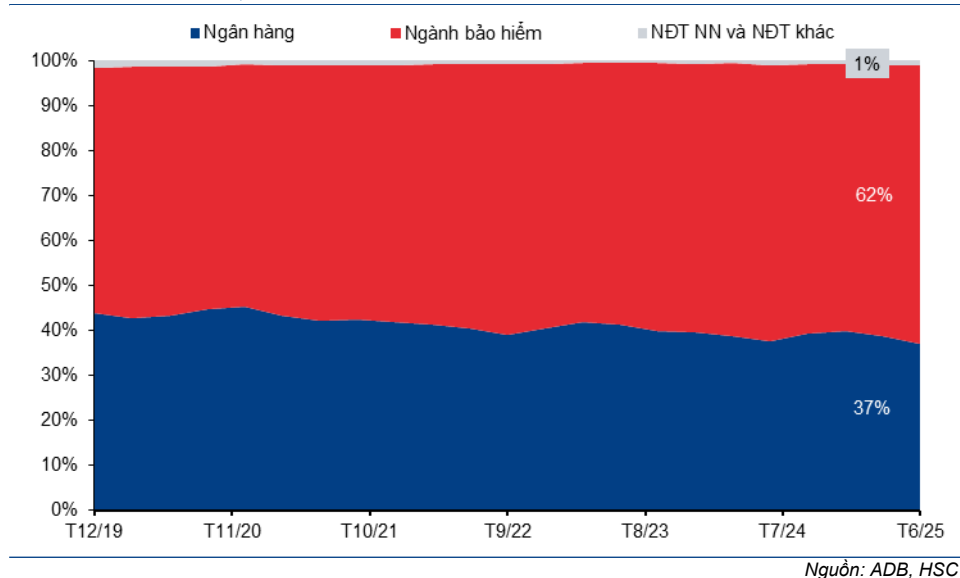
... và tiếp tục bơm ròng 42,1 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong 19 ngày đầu tháng 9



Phụ lục

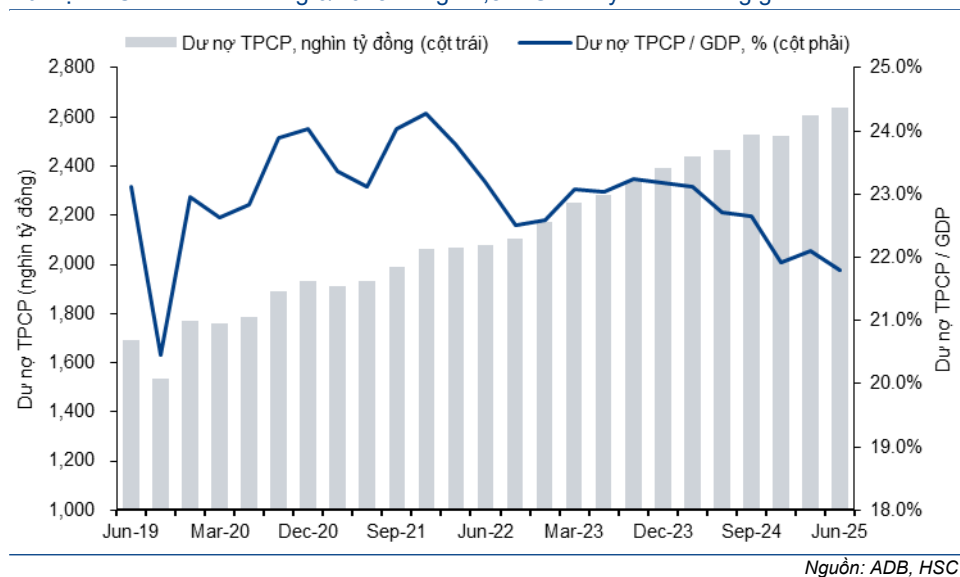
Biểu đồ 19: Dư nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 62% tổng dư nợ TPCP tính đến cuối Q2/2025



Biểu đồ 20: Quy mô thị trường TPCP

Dư nợ TPCP tính đến tháng 6/2025 bằng 21,8% GDP lũy kế 12 tháng gần nhất



Bảng 21: TPCP phát hành mới trong tháng 8

Ngày phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị chào bán (tỷ đồng)	Giá trị đấu thầu (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
8/6/2025	5	500	200	-	-
8/6/2025	10	8,000	5,535	3,835	3.33
8/6/2025	15	3,000	2,000	500	3.42
8/6/2025	30	500	40	40	3.45
8/13/2025	5	500	350	350	2.80
8/13/2025	7	500	-	-	-
8/13/2025	10	7,000	4,330	2,680	3.37
8/13/2025	15	3,000	700	500	3.45
8/13/2025	20	500	-	-	-
8/13/2025	30	500	-	-	-
8/20/2025	5	1,000	-	-	-
8/20/2025	10	7,500	4,450	3,000	3.45
8/20/2025	15	3,000	605	105	3.45
8/20/2025	30	500	20	20	3.47
8/27/2025	5	500	100	-	-
8/27/2025	10	8,500	4,285	435	3.45
8/27/2025	15	2,500	400	-	-
8/27/2025	30	500	-	-	-

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 22: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,600	26,800	26,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,619	3,646	3,622
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	7.09	7.30	7.10	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	501	532	574
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,898	5,158	5,516
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.60	2.44	2.61
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	37.0	38.0	39.1
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.4	34.7	36.1
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.47	3.68	4.15	4.55
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	135.7	141.6	146.3	151.7
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.2	5.1
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.50	2.60	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.4	3.3	3.2
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.4	3.5	3.4
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.00	4.00	4.00
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	4.0	3.5	3.5
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	13.6	12.2	13.6	14.2	13.5	15.1	16.0	13.0	14.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,243	22,875	25,849
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	13.0	13.0	13.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79	95	107	85	90	81	78	75	85
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	5.0	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.2	3.4	3.5
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.0	4.1
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.1	18.9	22.7
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	26.1	18.0	13.0	15.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	253	263	333	360	326	381	431	454	488
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	13.0	5.5	7.5
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	451	473	511
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	11.0	5.0	8.0
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	164	174	179
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.9	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	26.9	27.7	29.3
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	38.0	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	42.0	40.8	44.9
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	51.0	50.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	8.3	7.0	7.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	9.0	7.5	8.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	6.5	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	10.0	11.0	12.0

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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