

### Thiếu hụt phát hành quý 3 đẩy lợi suất TPCP tăng, thanh khoản thắt chặt

**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

- Giá trị phát hành TPCP trong tháng 9 giảm 49% so với cùng kỳ xuống 17 nghìn tỷ đồng, tương đương tổng giá trị phát hành trong Q3 chỉ hoàn thành 45% kế hoạch quý và lũy kết 9 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 51% mục tiêu cả năm. Với kế hoạch phát hành đầy tham vọng trong Q4, sức ép huy động vốn trong giai đoạn cuối năm dự kiến sẽ tăng đáng kể.
- Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng đúng theo dự đoán của chúng tôi, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 3,13% và 3,67% (so với dự báo là 3,2% và 3,8%), chủ yếu phản ánh sức ép thanh khoản và huy động vốn trong nước hơn thay vì ảnh hưởng trên toàn cầu.
- Lãi suất LNH bật tăng trở lại, với lãi suất cho vay qua đêm đạt 4,73% do NHNN rút ròng 34,6 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu tháng 10, sau khi bơm ròng nhẹ 3,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 9, cho thấy tình trạng thanh khoản trong nước đang thắt chặt hơn.

### Phát hành không hoàn thành kế hoạch Q3, đạt 51% mục tiêu 9 tháng đầu năm

Hoạt động phát hành TPCP đã phục hồi đà tăng trưởng trong tháng 9, tăng 48% so với tháng trước lên gần 17 nghìn tỷ đồng, nhưng vẫn giảm 49% so với cùng kỳ. Trong Q3/2025, tổng giá trị phát hành đạt 54,3 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 53% so với cùng kỳ và giảm 40% so với quý trước, chỉ hoàn thành 45% kế hoạch Q3. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị phát hành đạt 255,7 nghìn tỷ đồng (tương đương 51% kế hoạch năm), khiến KBNN đặt ra kế hoạch đầy tham vọng là [phát hành 145 nghìn tỷ đồng TPCP trong Q4/2025](#) giữa bối cảnh áp lực huy động vốn gia tăng. Về chi phí, lợi suất phát hành sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng kéo dài 6 tháng, đạt trung bình 3,38% trong tháng 9 khi tất cả các kỳ hạn đều tăng.

### Lợi suất trong nước gia tăng trong bối cảnh diễn biến trái chiều trên thị trường thế giới

Thị trường trái phiếu thứ cấp hạ nhiệt trong tháng 9, dù hoạt động vẫn duy trì sôi động với giá trị giao dịch giảm 8% so với tháng trước nhưng vẫn cao hơn 24% so với cùng kỳ. Lợi suất tăng trên hầu hết các kỳ hạn, tăng 5-9 điểm cơ bản so với tháng trước và tăng 66-112 điểm cơ bản so với cùng kỳ, nâng lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lên lần lượt là 3,06% và 3,62% vào cuối tháng, và tiếp tục tăng lên 3,13% và 3,73% trong nửa đầu tháng 10. Đường cong lợi suất tiếp tục xu hướng tăng trong bối cảnh thanh khoản siết chặt, tăng trưởng tín dụng tăng tốc và sức ép phát hành lớn hơn trong Q4. Trong khi đó, [lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm](#) giảm do tín hiệu nới lỏng từ Fed, khiến chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ thu hẹp xuống âm 30 điểm cơ bản vào giữa tháng 10. Khối ngoại chuyển sang bán ròng nhẹ trong tháng 9 (tương đương 25,6 triệu USD), dù lũy kế từ đầu năm vẫn mua ròng 86,5 triệu USD, gấp đôi cùng kỳ năm ngoái.

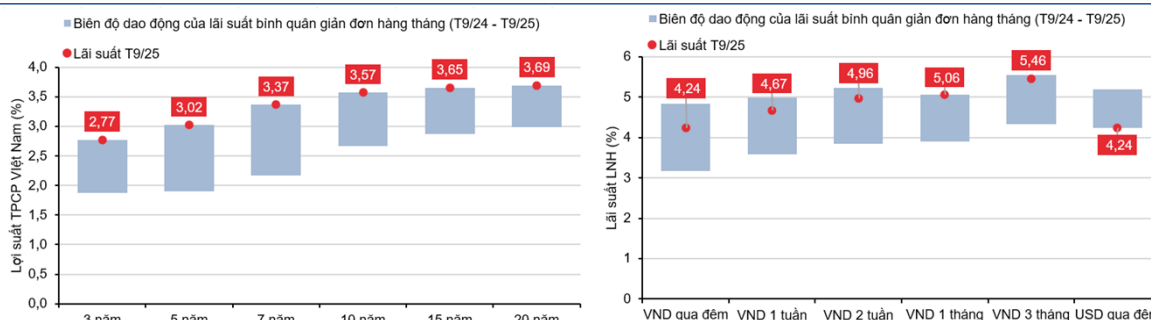
### Động thái đảo chiều OMO của NHNN thắt chặt nguồn vốn, đẩy lãi suất cho vay qua đêm tăng cao

Lãi suất LNH biến động mạnh trong tháng 9 khi sức ép thanh khoản gia tăng. Lãi suất cho vay qua đêm bật tăng lên 4,4% từ mức 2% vào cuối tháng 8, trong khi kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm nhẹ lần lượt xuống 4,66% và 5,5%, cho thấy tình trạng nguồn vốn thắt chặt trong ngắn hạn. Bước vào giữa tháng 10, lãi suất cho vay qua đêm tiếp tục tăng lên 4,73% do NHNN rút ròng thanh khoản thông qua thị trường OMO và thanh khoản siết chặt hơn trong bối cảnh [tăng trưởng tín dụng tăng tốc về cuối năm](#).

Trên thị trường OMO, NHNN đã chuyển từ trạng thái rút ròng 25 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 sang bơm ròng 3,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 9, trước khi đảo chiều rút ròng trở lại 34,6 nghìn tỷ đồng và đầu tháng 10. Tổng dư nợ hợp đồng mua lại đảo ngược giảm xuống mức 150,4 nghìn tỷ đồng, tương đương với tổng lượng bơm ròng thanh khoản lũy kế tính đến ngày 16/10/2025. Kể từ đầu năm, phát hành mua lại đảo ngược đạt tổng cộng 2.422 nghìn tỷ đồng, trong khi phát hành tín phiếu NHNN chỉ đạt mức 297 nghìn tỷ đồng, cho thấy NHNN ưu tiên điều hành thanh khoản linh hoạt nhằm cân bằng ổn định thị trường ngoại hối và thị trường tiền tệ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/10.

**Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 9/2025**



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

## Cập nhật tình hình thị trường TPCP tháng 9/2025

Trong tháng 9, phát hành trái phiếu phục hồi lên 17 nghìn tỷ đồng, nhưng vẫn giảm 49% so với cùng kỳ, đưa tổng giá trị phát hành trong Q3 đạt 54,3 nghìn tỷ đồng (tương đương 45% kế hoạch quý) và lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 đạt 51% mục tiêu cả năm. Thanh khoản thị trường thứ cấp giảm 8% so với tháng trước nhưng vẫn cao hơn 24% so với cùng kỳ. Lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm tăng lên lần lượt 3,13% và 3,73% vào giữa tháng 10. Đường cong lợi suất tiếp tục chịu áp lực tăng trong bối cảnh thanh khoản siết chặt, tăng trưởng tín dụng tăng tốc và khối lượng phát hành trái phiếu dự kiến cao hơn trong Q4. Ở chiều quốc tế, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm giảm do tín hiệu ôn hòa từ Fed, thu hẹp chênh lệch lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm Việt Nam-Mỹ xuống âm 30 điểm cơ bản. Nhà đầu tư nước ngoài quay lại bán ròng nhẹ 25,6 triệu USD trong tháng 9. Lãi suất LNH bật tăng, với lãi suất qua đêm đạt 4,73% vào giữa tháng 10 phản ánh động thái NHNN rút ròng thanh khoản qua thị trường OMO. Tổng giá trị bơm ròng lũy kế qua kênh OMO đạt 150,4 nghìn tỷ đồng, cho thấy NHNN đang ưu tiên điều hành thanh khoản linh hoạt.

### Thị trường sơ cấp

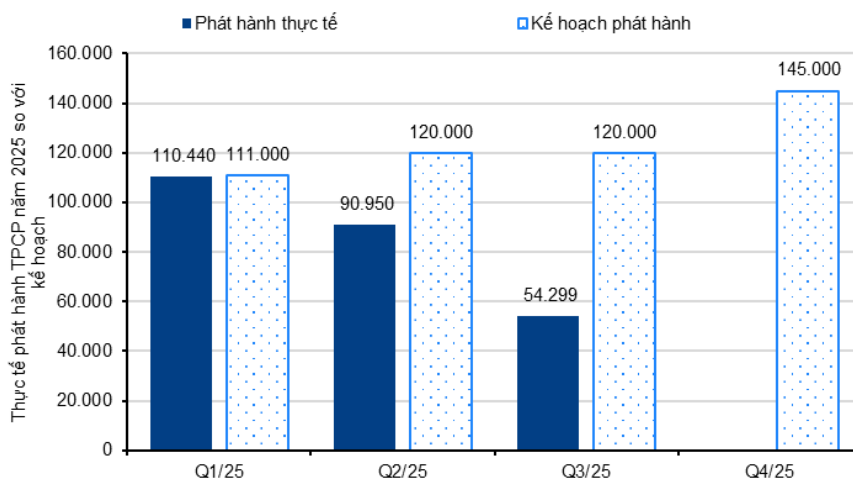
Hoạt động phát hành TPCP đã lấy lại đà trong tháng 9, KBNN huy động gần 17 nghìn tỷ đồng, giảm 49% so với cùng kỳ nhưng tăng 48% so với tháng trước. Hoạt động phát hành tiếp tục nghiêng đáng kể về kỳ hạn 10 năm, với 15,7 nghìn tỷ đồng, chiếm 93% tổng giá trị phát hành. Trong khi đó, kỳ hạn 5 năm và 30 năm đóng góp lần lượt 1,2 nghìn tỷ đồng và 95 tỷ đồng. Sự vắng mặt của kỳ hạn 15 năm đánh dấu lần đầu tiên trong năm 2025 mà kỳ hạn này không xuất hiện trong lịch phát hành (Biểu đồ 2) (Mời xem Biểu đồ 21 phần Phụ lục).

Trong Q3, tổng giá trị phát hành đạt 54,3 nghìn tỷ đồng, giảm 53% so với cùng kỳ và giảm 40% so với quý trước, chỉ hoàn thành 45% kế hoạch Q3. Ngoại trừ kỳ hạn 10 năm (đã gần hoàn thành mục tiêu quý, tương đương 95%), các kỳ hạn khác đều không đạt kế hoạch (Biểu đồ 3-4). Lũy kế 9 tháng đầu năm 2025, khối lượng phát hành đạt 255,7 nghìn tỷ đồng, giảm 6% so với mức 271,7 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm 2024 và mới chỉ hoàn thành 51% kế hoạch cả năm (Biểu đồ 5). Trái phiếu kỳ hạn 10 năm tiếp tục chiếm ưu thế, với 215 nghìn tỷ đồng phát hành (tương đương 94% kế hoạch cả năm), theo sau là kỳ hạn 5 năm với 26 nghìn tỷ đồng (đạt 26% kế hoạch), trong khi các kỳ hạn khác phát hành thấp hơn đáng kể. Trước tiến độ phát hành chậm, KBNN đã công bố [kế hoạch phát hành Q4 đầy tham vọng là 145 nghìn tỷ đồng](#), cao hơn 21% so với mục tiêu Q3, phản ánh áp lực huy động vốn ngày càng gia tăng khi [Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công vào cuối năm](#) (Biểu đồ 2).

Về lợi suất, đà tăng của lợi suất vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Lợi suất trúng thầu tăng tháng thứ 6 liên tiếp, đạt trung bình 3,38% trong tháng 9, với tất cả các kỳ hạn đều tăng, tăng 13-22 điểm cơ bản so với tháng trước và 50-105 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Lợi suất kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 30 năm lần lượt ổn định ở mức 3,0%, 3,5% và 3,6%. Đáng chú ý, tỷ lệ trúng thầu đã tăng lên mức 32% trong tháng 9, so với 24% trong tháng 8 (Biểu đồ 6-7).

**Biểu đồ 2: TPCP năm 2025: Phát hành thực tế & kế hoạch**

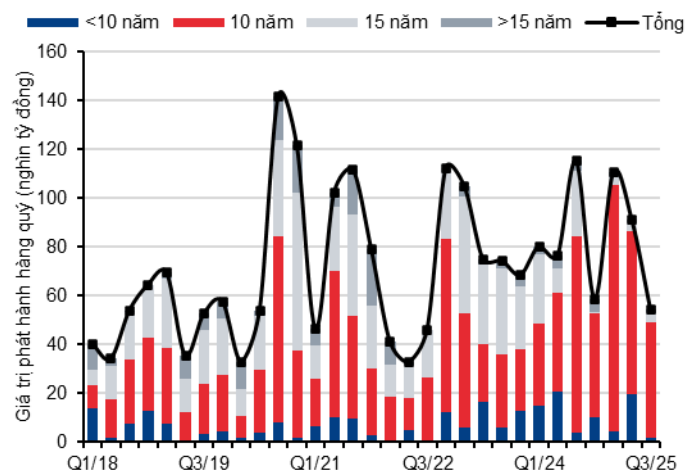
Lượng phát hành sụt giảm trong 2 quý trước đang làm gia tăng áp lực phát hành trong Q4



Nguồn: VBMA, HSC

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

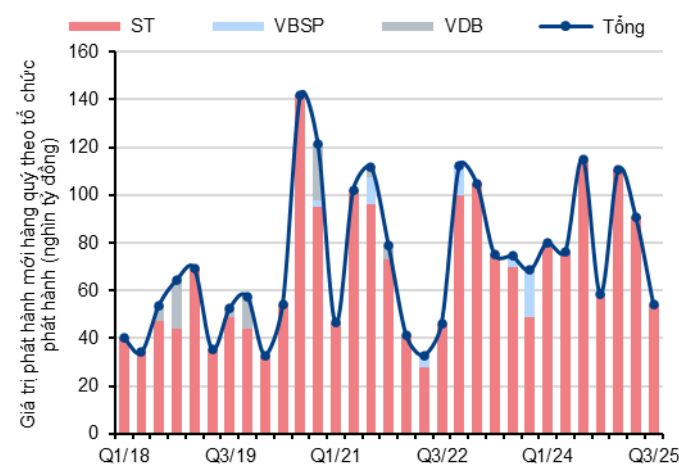
Trong tháng 8, giá trị phát hành mới giảm 75% so với cùng kỳ và giảm 56% so với tháng trước, đánh dấu mức thấp nhất kể từ tháng 12/2024



Nguồn: VBMA, HSC

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

Trong 7 quý 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**

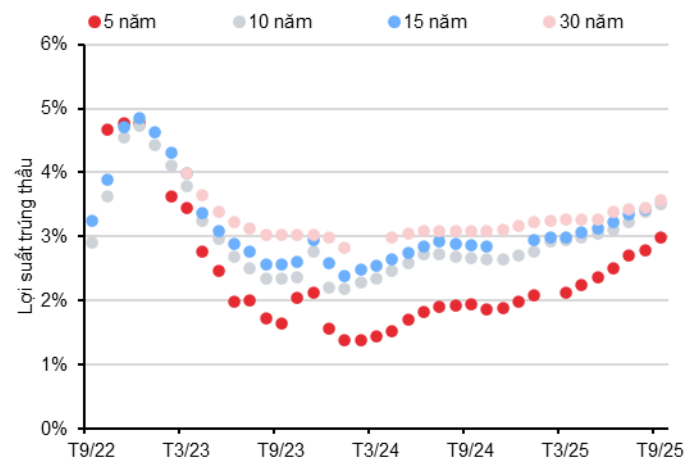
Phát hành thực tế trong 3 quý đầu năm 2025 đã hoàn thành 51% kế hoạch cả năm

| Kỳ hạn      | Kế hoạch 2025<br>(nghìn tỷ đồng) | Kế hoạch Q3/25<br>(nghìn tỷ đồng) | Thực tế T9/25<br>(nghìn tỷ đồng) | Thực tế Q3/25<br>(nghìn tỷ đồng) | Thực tế 9T25<br>(nghìn tỷ đồng) | % kế hoạch<br>Q3/25 | % kế hoạch<br>2025 |
|-------------|----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|---------------------|--------------------|
| 3 năm       | 40.0                             | 0.0                               | 0.0                              | 0.0                              | 0.0                             | 0%                  | 0%                 |
| 5 năm       | 100.0                            | 30.0                              | 1.2                              | 1.9                              | 25.9                            | 6%                  | 26%                |
| 7 năm       | 10.0                             | 2.0                               | 0.0                              | 0.0                              | 0.0                             | 0%                  | 0%                 |
| 10 năm      | 230.0                            | 50.0                              | 15.7                             | 47.3                             | 215.1                           | 95%                 | 94%                |
| 15 năm      | 85.0                             | 30.0                              | 0.0                              | 4.0                              | 11.1                            | 13%                 | 13%                |
| 20 năm      | 10.0                             | 3.0                               | 0.0                              | 0.0                              | 0.5                             | 0%                  | 5%                 |
| 30 năm      | 25.0                             | 5.0                               | 0.1                              | 1.1                              | 3.0                             | 21%                 | 12%                |
| <b>Tổng</b> | <b>500.0</b>                     | <b>120.0</b>                      | <b>17.0</b>                      | <b>54.3</b>                      | <b>255.7</b>                    | <b>45%</b>          | <b>51%</b>         |

Nguồn: VBMA, HSC

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

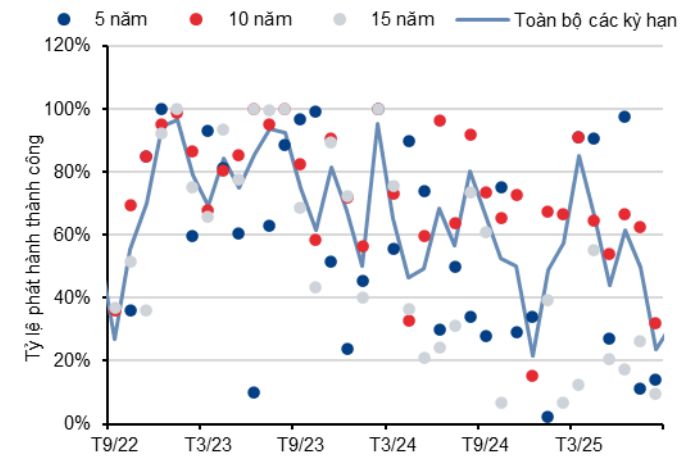
Lợi suất trúng thầu trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng tháng thứ 6 liên tiếp do chịu tác động từ áp lực phát hành



Nguồn: VBMA, HSC

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

Tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 31% từ mức 24% trong tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

## Thị trường thứ cấp

Động lực của thị trường thứ cấp suy giảm nhưng vẫn duy trì ổn định trong tháng 9, khi giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 8% so với tháng trước, xuống mức 640 triệu USD (nhưng vẫn cao hơn 24% so với cùng kỳ). Tổng giá trị giao dịch giảm 13% so với tháng trước xuống mức 12,1 tỷ USD, trong đó giao dịch outright chiếm ưu thế với 72% tổng giá trị, trong khi hoạt động repo (chiếm 28%) vẫn ở mức thấp (Biểu đồ 8).

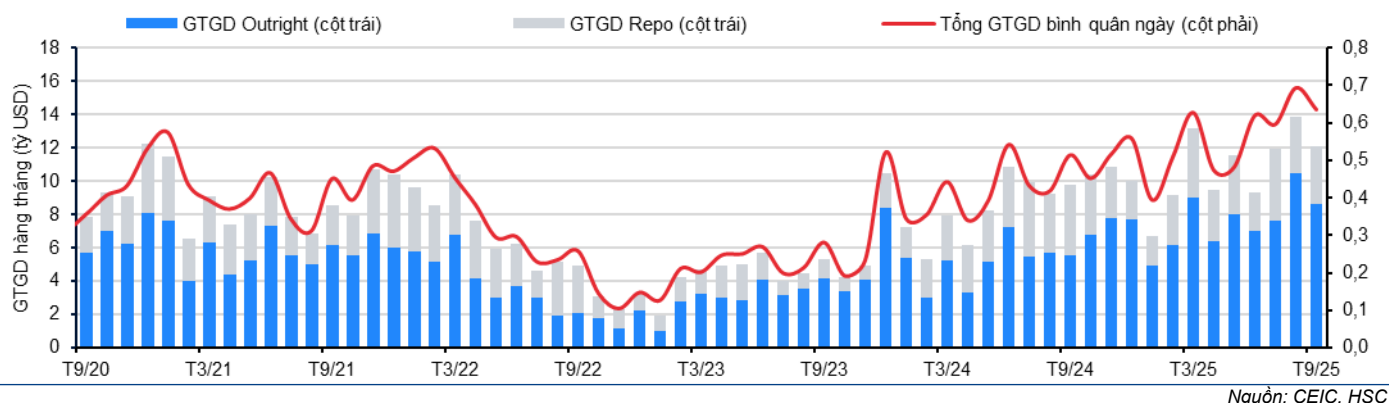
Đường cong lợi suất TPCP dịch chuyển lên cao trên hầu hết các kỳ hạn, tăng 5-9 điểm cơ bản so với tháng trước (ngoại trừ kỳ hạn 7 năm) và tăng 66-112 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Đến cuối tháng 9, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 3,06% và 3,62% và tiếp tục tăng nhẹ lên mức 3,13% và 3,73% trong nửa đầu tháng 10, theo sát [dự báo của chúng tôi là mức 3,2% và 3,8% vào cuối năm](#) (Biểu đồ 9-10). Kỳ vọng lợi suất tiếp tục tăng vẫn duy trì, chủ yếu do thanh khoản thắt chặt khi tín dụng tăng tốc trong quý 4, giữ mặt bằng lãi suất liên ngân hàng ở mức cao. Đồng thời, sức ép phát hành gia tăng khi KBNN nỗ lực đạt mục tiêu huy động cả năm và hỗ trợ giải ngân đầu tư công vào cuối năm, góp phần đẩy lợi suất lên mức cao mới.

Trên thế giới, xu hướng lại diễn biến ngược chiều. Lợi suất TPCP Mỹ giảm xuống mức thấp nhất trong 6 tháng, với [lợi suất kỳ hạn 10 năm giảm xuống 4,03%](#) sau khi Fed cắt giảm lãi suất trong tháng 9 và phát tín hiệu có thể tạm dừng việc thu hẹp bảng cân đối, gia tăng kỳ vọng về việc nới lỏng chính sách tiền tệ. [Thị trường hiện đang được dự báo có thêm 2 lần cắt giảm 25 điểm cơ bản trước cuối năm](#), thiết lập mặt bằng lãi suất kỳ vọng thấp hơn trong tương lai. Tuy nhiên, bất chấp xu hướng nới lỏng toàn cầu, đường cong chi phí huy động vốn trong nước của Việt Nam vẫn tiếp tục đi lên, phản ánh tình hình thanh khoản căng thẳng trong nước thay vì sự điều chỉnh lợi suất trên toàn cầu.

Chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ đã thu hẹp đáng kể, từ âm 54 điểm cơ bản vào cuối tháng 9 xuống âm 30 điểm cơ bản vào giữa tháng 10, phản ánh sự phân hóa lợi suất trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu diễn biến trái chiều (Biểu đồ 11). Các NĐT nước ngoài đã chuyển sang bán ròng 25,6 triệu USD (tương đương 675 tỷ đồng) trong tháng 9, chấm dứt chuỗi 2 tháng mua ròng liên tiếp, mặc dù dòng vốn vào trong 9 tháng đầu năm 2025 vẫn dương, đạt 86,5 triệu USD (2,2 nghìn tỷ đồng), gấp đôi so với cùng kỳ (Biểu đồ 12).

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

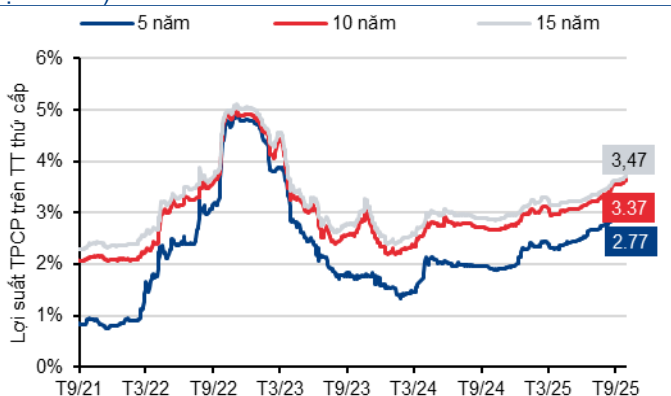
GTGD bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đạt 640 triệu USD, giảm 8% so với tháng trước nhưng vẫn tăng 24% so với cùng kỳ



Nguồn: CEIC, HSC

**Biểu đồ 9: Biến động lợi suất TPCP**

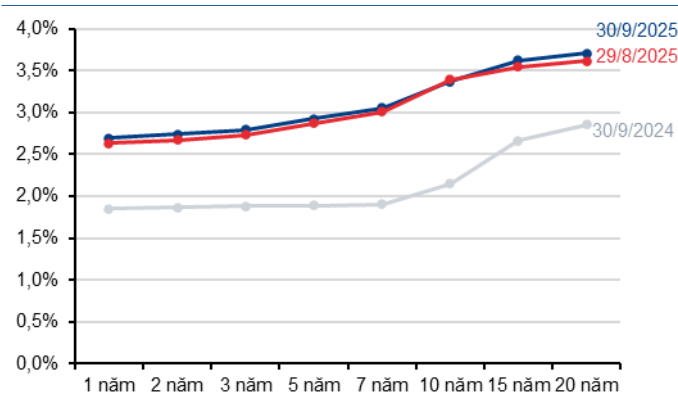
Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tại phần lớn các kỳ hạn đều tăng 5-9 điểm cơ bản so với tháng trước (ngoại trừ TPCP kỳ hạn 7 năm)



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 10: Đường cong lợi suất TPCP**

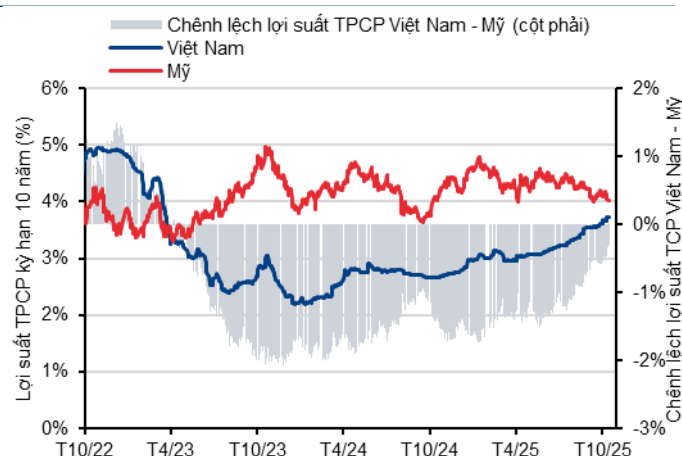
Đường cong lợi suất TPCP tăng 66-112 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 11: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam & Mỹ**

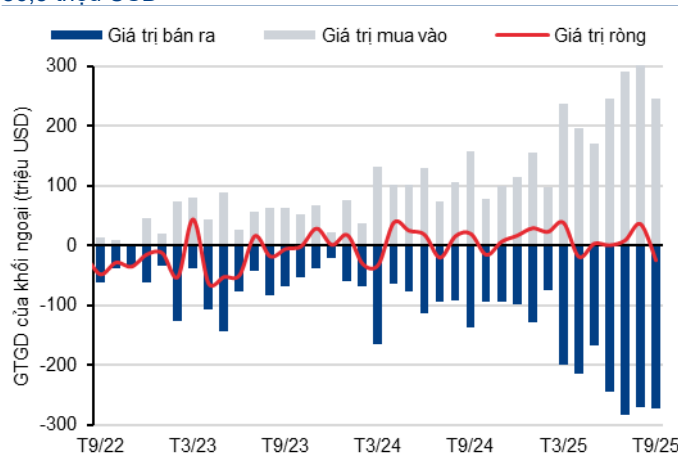
Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam - Mỹ tính đến giữa tháng 10 là âm 30 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, VIRA, HSC

**Biểu đồ 12: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên TT thứ cấp**

NET NN chuyển sang bán ròng nhẹ trong tháng 9, dù dòng vốn ngoại lũy kế 9 tháng đầu năm 2025 vẫn duy trì mua ròng ở mức 86,5 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC



## Thị trường LNH và thị trường OMO

### Thị trường LNH

Lãi suất LNH duy trì biến động mạnh trong tháng 9, phản ánh sức ép ngày càng gia tăng đối với thanh khoản. Sau khi giảm xuống 2% vào cuối tháng 8, lãi suất cho vay qua đêm đã phục hồi lên 4,4% vào cuối tháng 9. Ngược lại, lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng lần lượt giảm xuống 45 điểm cơ bản và 8 điểm cơ bản, xuống lần lượt 4,66% và 5,5%, cho thấy sự phân hóa rõ rệt giữa nhu cầu vốn ngắn hạn và trung hạn (Biểu đồ 13).

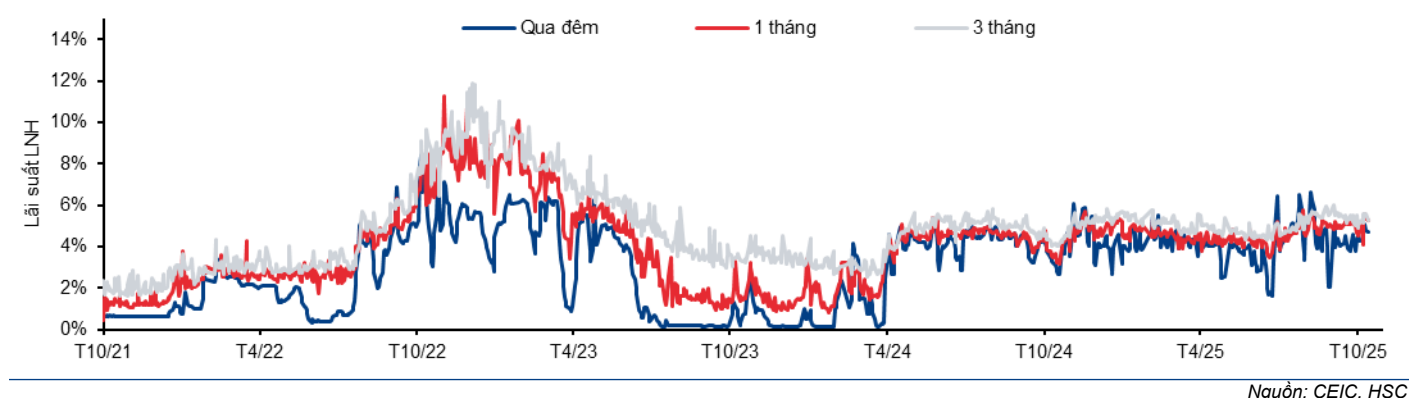
Trong 2 tuần đầu tiên của tháng 10, lãi suất cho vay qua đêm tăng thêm 35 điểm cơ bản lên 4,73%, cho thấy tình trạng thanh khoản siết chặt trong bối cảnh rút ròng thanh khoản thông qua các hoạt động trên thị trường OMO của NHNN (sẽ được bàn luận trong phần tiếp theo) cùng với tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ đạt 13,4% kể từ đầu năm đến cuối tháng 9.

Ngược lại, lãi suất cho vay qua đêm Mỹ giảm xuống mức 4,09% sau khi Fed cắt giảm lãi suất chính sách thêm 25 điểm cơ bản, mở rộng chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm Việt Nam-Mỹ lên 64 điểm cơ bản vào giữa tháng 10, so với 27 điểm cơ bản vào cuối tháng 9 (Biểu đồ 14).

Xét về quy mô, hoạt động trên thị trường LNH tiếp tục đà tăng tháng thứ 3 liên tiếp, với tổng giá trị giao dịch đạt 22,1 tỷ USD (tương đương với 592 nghìn tỷ đồng), tăng 57% so với cùng kỳ và tăng 1% so với tháng trước, mức cao kỷ lục. Đáng chú ý, giao dịch qua đêm áp đảo với 95% tổng khối lượng giao dịch, tăng 61% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước, lên mức 21 tỷ USD (572 nghìn tỷ đồng). (Biểu đồ 15).

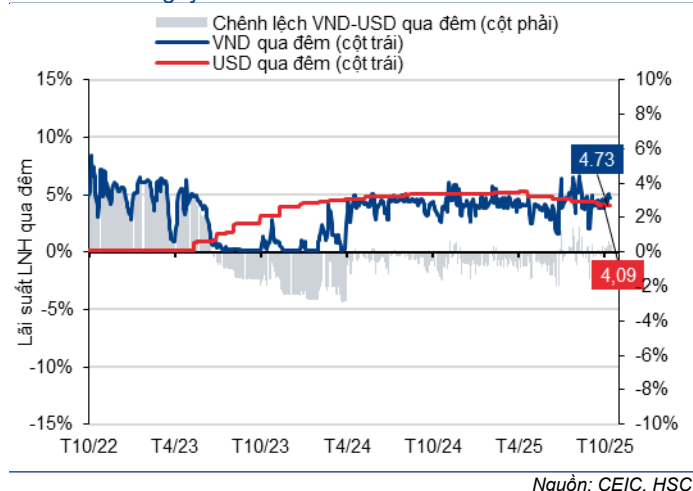
**Biểu đồ 13: Lãi suất LNH (%/năm)**

Lãi suất LNH đã phục hồi trong tháng 9 với lãi suất qua đêm tăng lên 4,73% tính đến giữa tháng 10



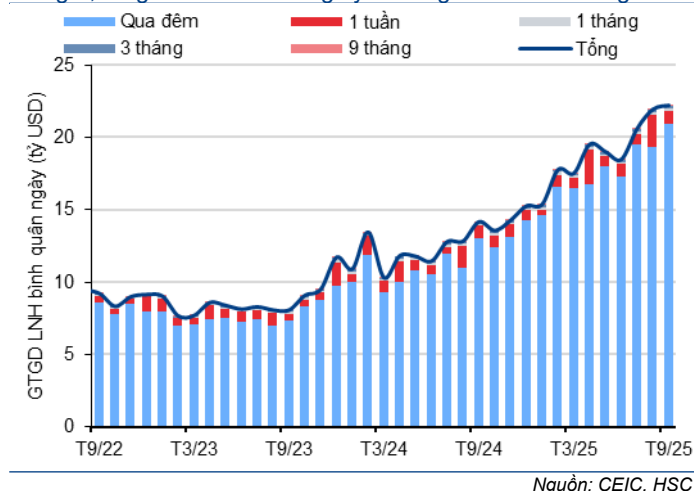
**Biểu đồ 14: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)**

Chênh lệch lãi suất LNH qua đêm VND-USD tăng lên 64 điểm cơ bản tính đến ngày 13/10



**Biểu đồ 15: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày**

GTGD liên ngân hàng bình quân ngày đạt 22,1 tỷ USD trong tháng 9, tăng 57% so với cùng kỳ và tăng 1% so với tháng trước



## Thị trường OMO

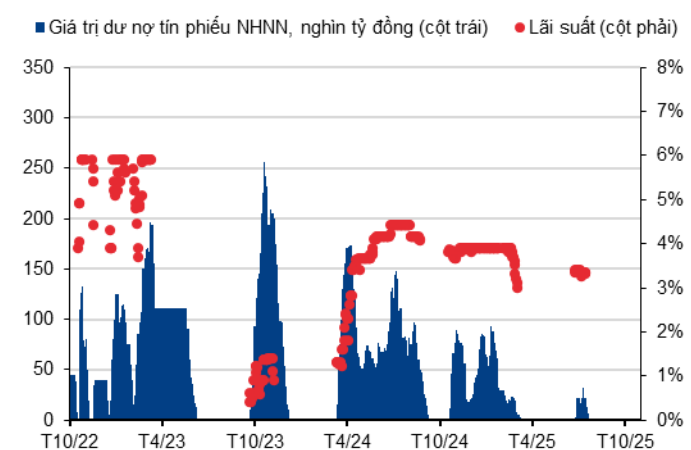
Trên thị trường OMO, NHNN đã chuyển sang bơm ròng nhẹ trong tháng 9, sau khi rút ròng 25 nghìn tỷ đồng trong tháng 8. Cụ thể, NHNN đã bơm tổng cộng 277,3 nghìn tỷ đồng thông qua các hoạt động cho vay, trong khi 273 nghìn tỷ đồng đáo hạn, dẫn đến bơm ròng 3,4 nghìn tỷ đồng vào hệ thống. Lãi suất mua lại đảo ngược duy trì ổn định ở mức 4% với kỳ hạn linh hoạt từ 7-91 ngày (Biểu đồ 16-18).

Tuy nhiên, xu hướng này nhanh chóng đảo ngược trong nửa đầu tháng 10, khi NHNN chuyển sang rút ròng thanh khoản, phát hành 123,2 nghìn tỷ đồng mua lại đảo ngược trong khi 157,8 nghìn tỷ đồng đáo hạn, dẫn đến rút ròng 34,6 nghìn tỷ đồng. Kết quả là lượng bơm ròng lũy kế qua thị trường OMO giảm từ 185 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 9 xuống 150,4 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 16/10/2025.

Kể từ đầu năm, NHNN đã phát hành 2.422 nghìn tỷ đồng hợp đồng mua lại đảo ngược trong khi phát hành tín phiếu NHNN vẫn giữ ở mức thấp, đạt 297 nghìn tỷ đồng. Điều này cho thấy NHNN ưu tiên tiếp cận linh hoạt trong điều hành thanh khoản nhằm cân bằng giữa mục tiêu ổn định tỷ giá và hỗ trợ hệ thống thanh khoản.

**Biểu đồ 16: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)**

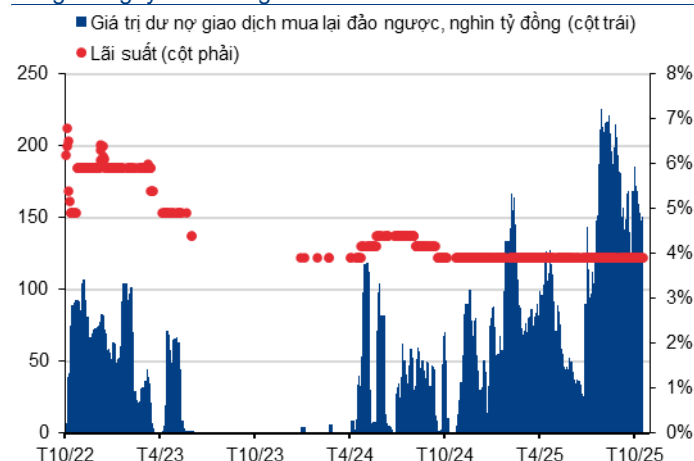
Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7 do sức ép thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng...



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 17: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)**

... và rút ròng 34,6 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong 16 ngày đầu tháng 10

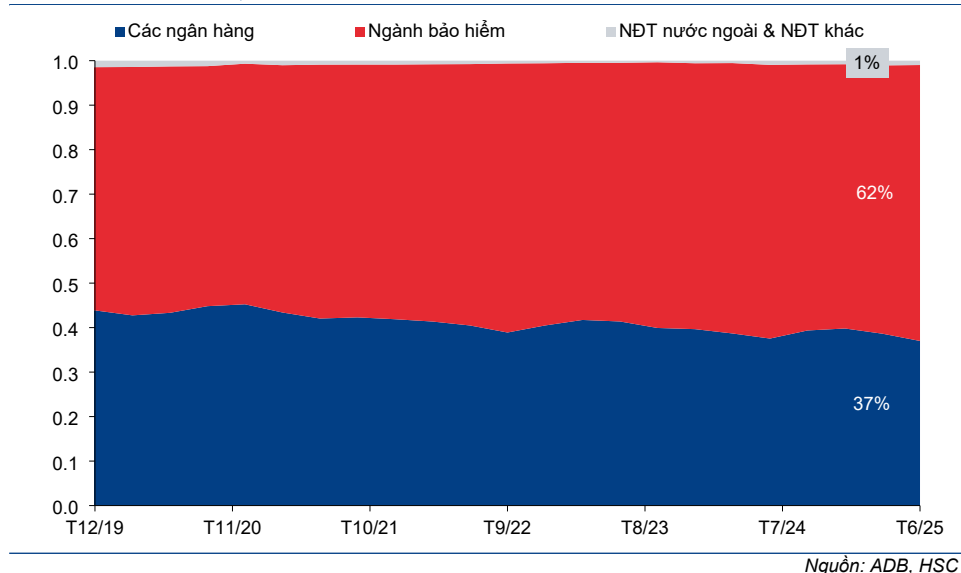


Nguồn: NHNN, HSC

## Phụ lục

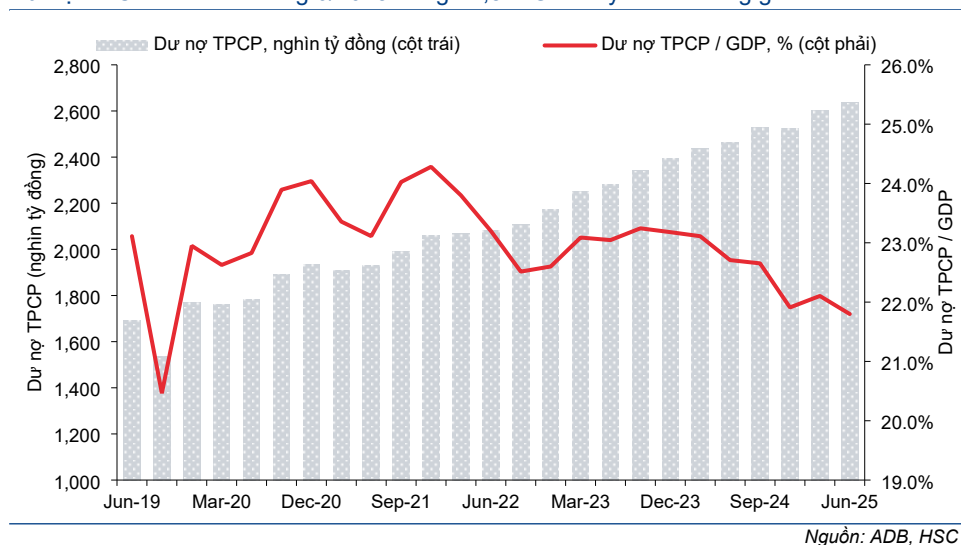
### Biểu đồ 18: Dư nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

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 19: Quy mô thị trường TPCP

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





Bảng 20: TPCP phát hành mới trong tháng 9

| 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) |
|----------------|--------------|----------------------------|----------------------------|------------------------------|------------------|
| 9/3/2025       | 5            | 1,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 9/3/2025       | 10           | 9,000                      | 3,150                      | 100                          | 3.45             |
| 9/3/2025       | 15           | 3,000                      | 800                        | -                            | -                |
| 9/3/2025       | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 9/10/2025      | 5            | 1,000                      | 650                        | -                            | -                |
| 9/10/2025      | 10           | 9,000                      | 4,905                      | 3,855                        | 3.51             |
| 9/10/2025      | 15           | 3,000                      | 400                        | -                            | -                |
| 9/10/2025      | 30           | 500                        | 20                         | 20                           | 3.55             |
| 9/17/2025      | 5            | 1,000                      | 1,350                      | 1,000                        | 3.00             |
| 9/17/2025      | 10           | 9,000                      | 7,400                      | 6,200                        | 3.55             |
| 9/17/2025      | 15           | 3,000                      | 400                        | -                            | -                |
| 9/17/2025      | 30           | 500                        | 25                         | 25                           | 3.60             |
| 9/24/2025      | 5            | 1,000                      | 250                        | 150                          | 3.03             |
| 9/24/2025      | 10           | 9,000                      | 6,725                      | 5,575                        | 3.59             |
| 9/24/2025      | 15           | 3,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 9/24/2025      | 30           | 500                        | 50                         | 50                           | 3.64             |

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 21: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế &amp; dự báo của HSC

|                                                                       | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tỷ giá</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)                                          | 23,155 | 23,085 | 22,765 | 23,555 | 24,265 | 25,480 | 26,600 | 27,000 | 27,000 |
| Tỷ giá (VND: CNY)                                                     | 3,317  | 3,535  | 3,579  | 3,415  | 3,418  | 3,491  | 3,619  | 3,673  | 3,649  |
| <b>GDP và việc làm</b>                                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)                                   | 7.36   | 2.87   | 2.58   | 8.10   | 5.05   | 7.09   | 7.60   | 7.10   | 8.00   |
| GDP (tỷ USD)                                                          | 332    | 346    | 370    | 411    | 433    | 476    | 502    | 530    | 571    |
| GDP bình quân đầu người (USD)                                         | 3,398  | 3,558  | 3,757  | 4,132  | 4,317  | 4,702  | 4,911  | 5,134  | 5,490  |
| Tài khoản vãng lai/GDP (%)                                            | 3.67   | 4.35   | -2.20  | -0.26  | 6.51   | 5.48   | 3.59   | 2.46   | 2.63   |
| Nợ công/GDP (%)                                                       | 42.8   | 43.8   | 44.7   | 37.4   | 36.9   | 37.0   | 36.9   | 37.9   | 39.0   |
| Nợ Chính phủ/GDP (%)                                                  | 37.4   | 38.5   | 39.6   | 34.7   | 33.3   | 33.0   | 33.3   | 34.6   | 36.0   |
| Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)                                   | 2.09   | 2.71   | 2.55   | 3.08   | 2.85   | 3.47   | 3.67   | 4.13   | 4.54   |
| Tổng dư nợ tín dụng / GDP                                             | 106.3  | 115.0  | 124.4  | 125.3  | 132.7  | 135.7  | 143.6  | 152.4  | 158.0  |
| 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   |
| <b>Giá cả</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)                        | 2.8    | 3.2    | 1.8    | 3.1    | 3.3    | 3.6    | 3.4    | 3.9    | 4.0    |
| CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)                                      | 5.2    | 0.2    | 1.8    | 4.5    | 3.6    | 2.9    | 3.4    | 4.0    | 4.0    |
| <b>Tiền tệ và lãi suất</b>                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lãi suất điều hành (%)                                                | 6.00   | 4.00   | 4.00   | 6.00   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   |
| 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   | 18.0   | 16.0   | 14.0   |
| Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)                                          | 10,574 | 12,111 | 13,402 | 14,227 | 15,999 | 17,915 | 20,781 | 23,898 | 27,005 |
| Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)                                       | 14.8   | 14.5   | 10.7   | 6.2    | 12.5   | 12.0   | 16.0   | 15.0   | 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    | 5.0    | 5.5    |
| 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    |
| <b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)                                           | 10.9   | 19.9   | 3.3    | 12.1   | 28.4   | 24.9   | 20.9   | 19.7   | 23.6   |
| 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    | 443    | 467    | 502    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 6.7    | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 16.2   | 5.5    | 7.5    |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 264    | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 464    | 487    | 526    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 8.0    | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 14.2   | 5.0    | 8.0    |
| Nợ nước ngoài (tỷ USD)                                                | 123    | 129    | 140    | 149    | 142    | 155    | 165    | 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   |
| <b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| 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) 2025.

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)