

### Thị trường TPCP năm 2026-2027: Vận hành theo nhịp động lực tài khóa

**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

- HSC dự báo phát hành TPCP tăng trưởng 10% trong năm 2026 đạt 550 nghìn tỷ đồng, nhờ động lực từ đầu tư công cao kỷ lục và thâm hụt tài khóa dự kiến sẽ tăng lên.
- Sức ép phát hành gia tăng thúc đẩy lợi suất tăng, với mức dự báo cho kỳ hạn 5 năm và 10 năm tăng lên lần lượt 3,3% và 4% tính đến cuối năm 2025 (từ lần lượt 3,2% và 3,8% trước đó). Lợi suất được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng lên lần lượt 3,5% và 4,2% trong năm 2026 và 3,6% và 4,3% trong năm 2027, song vẫn nằm dưới mức lãi suất điều hành hiện hành là 4,5%.
- HSC giữ nguyên dự báo lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng ở mức 4% tại thời điểm cuối năm 2025, nhưng nâng dự báo lên 4% (từ 3,5%) tại thời điểm cuối năm 2026-2027, do nhu cầu thanh khoản tiếp tục cao để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng & áp lực tỷ giá. NHNN tiếp tục bơm ròng qua thị trường OMO với kỳ hạn dài hơn để hỗ trợ nhu cầu theo mùa trong giai đoạn cuối năm.

#### Năm 2026: Nhu cầu phát hành gia tăng để tài trợ cho thâm hụt ngân sách mở rộng

Tính đến tháng 10, tổng phát hành TPCP đạt 283,4 nghìn tỷ đồng, chỉ hoàn thành 57% mục tiêu cả năm (500 nghìn tỷ đồng). Mặc dù giải ngân tài khóa chậm hơn so với kế hoạch đã làm giảm nhu cầu vốn ngắn hạn, nhưng áp lực phát hành được dự báo sẽ gia tăng trong thời gian tới. Trong năm 2026, thâm hụt ngân sách ước tính **605.8 nghìn tỷ đồng** và kế hoạch đầu tư công cao kỷ lục cho các dự án cơ sở hạ tầng trọng điểm quốc gia, giá trị phát hành TPCP dự kiến sẽ tăng trưởng đáng kể. Chúng tôi dự báo giá trị phát hành TPCP đạt 550 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 10%), đưa TPCP trở thành nguồn vốn cốt lõi cho các dự án công.

#### Lợi suất TPCP điều chỉnh tăng trong bối cảnh động lực thị trường khởi sắc

Lợi suất tiếp tục xu hướng tăng, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 3,19% và 3,88% tính đến ngày 24/11/2025. Xu hướng này nhìn chung phù hợp với thị trường sơ cấp, phản ánh nhu cầu TPCP trong nước gia tăng trong bối cảnh nhu cầu vốn đáng kể cho các dự án đầu tư công và thâm hụt ngân sách. Theo đó, HSC nâng tăng dự báo lợi suất tại thời điểm cuối năm 2025 lên 3,3% (kỳ hạn 5 năm) và 4% (10 năm) (so với lần lượt 2,4% và 2,8% trong năm 2024). Lợi suất được dự báo sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong năm 2026, đạt lần lượt 3,5% và 4,2%, 2027, đạt lần lượt 3,6% và 4,3%, phản ánh áp lực huy động mang tính cấu trúc trên thị trường TPCP.

#### Lãi suất LNH duy trì ở mức cao để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng

Lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh, đạt đỉnh trên 6% tại thời điểm đầu tháng 11 trước khi giảm xuống 4,18% vào ngày 20/11/2025, cho thấy thanh khoản ngắn hạn thắt chặt bất chấp nguồn vốn được bơm liên tục vào thị trường OMO. Nhu cầu tín dụng gia tăng nhanh hơn tăng trưởng tiền gửi đã làm tăng đẩy chi phí vốn tăng, từ đó khiến lãi suất tiền gửi điều chỉnh tăng có chọn lọc tại các NHTM. Thanh khoản ngắn hạn được dự báo sẽ tiếp tục thắt chặt trong giai đoạn cuối năm với lãi suất cho vay qua đêm ở mức 4% tại thời điểm cuối giai đoạn 2025-2027.

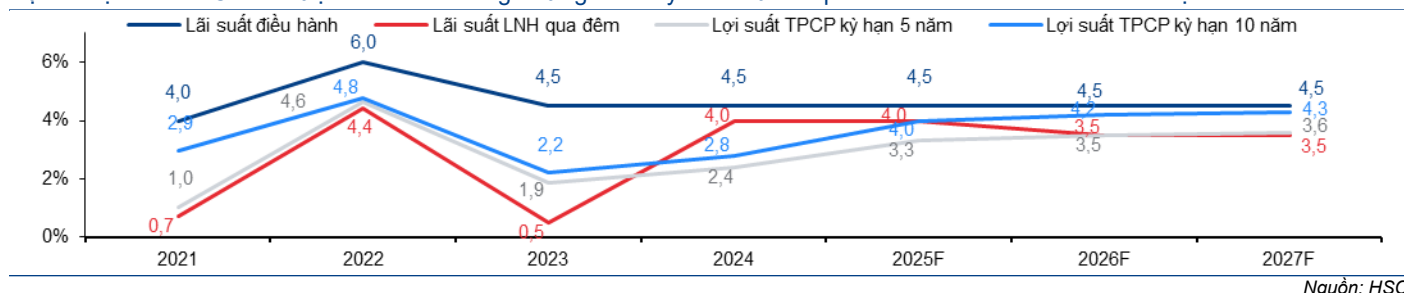
#### Đẩy mạnh hoạt động trên thị trường OMO nhằm ổn định thanh khoản cuối năm

NHNN đã đẩy mạnh hoạt động thanh khoản để quản lý áp lực vốn trong giai đoạn cuối năm, bơm ròng 67,3 nghìn tỷ đồng qua thị trường mở tính đến ngày 24/11/2025, và nâng kỳ hạn lên mức kỷ lục 105 ngày, trong khi vẫn giữ nguyên lãi suất ở mức 4%. Việc mở rộng kỳ hạn góp phần ổn định nguồn vốn liên ngân hàng, hỗ trợ các NHTM trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng cao, đồng thời củng cố niềm tin thị trường, với phản ứng tích cực của chỉ số VN-Index. Thị trường OMO được kỳ vọng sẽ tiếp tục là công cụ quan trọng để điều tiết thanh khoản và giảm biến động ngắn hạn của thị trường cho đến cuối năm.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 26/11.

#### Biểu đồ 1: Tóm tắt dự báo lợi suất TPCP & lãi suất LNH qua đêm của HSC

Dự báo lợi suất TPCP đã được điều chỉnh tăng nhưng vẫn duy trì ở mức thấp hơn so với lãi suất điều hành hiện hành



## Báo cáo chiến lược TPCP năm 2026-2027

Thị trường TPCP Việt Nam đang bước vào giai đoạn tích cực hơn, nhờ các kế hoạch tài khóa đầy tham vọng và chu kỳ đẩy mạnh đầu tư công. Phát hành 10 tháng đầu năm 2025 đạt 283,4 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 57% mục tiêu cả năm, giảm 6,2% so với cùng kỳ) do thặng dư tài khóa tạm thời và giải ngân vừa phải, mặc dù hoạt động này được kỳ vọng sẽ tăng tốc vào cuối năm. Kế hoạch phát hành năm 2026 ước tính sẽ tăng trưởng 10% lên 550 nghìn tỷ đồng do thâm hụt tài khóa đáng kể, từ đó có thể nâng lợi suất 5 năm và 10 năm lên lần lượt 3,5% và 4,2%, sao đó tiếp tục tăng lên trong năm 2027. Thanh khoản trong nước vẫn được quản lý chặt chẽ: Lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng biến động, thanh khoản ngắn hạn tiếp tục thắt chặt vào cuối năm, trong đó lãi suất cho vay qua đêm dự báo đạt 4% tại thời điểm cuối giai đoạn 2025-2027. Để ổn định thị trường, NHNN đã bơm ròng hơn 67 nghìn tỷ đồng qua OMO tính đến ngày 24/11/2025, điều này đã giúp điều tiết lãi suất ngắn hạn và hỗ trợ niềm tin của thị trường.

### Tăng trưởng thị trường TPCP trong bối cảnh chính sách tài khóa mở rộng

Kể từ năm 2013, giá trị TPCP đang lưu hành đã tăng từ khoảng 13% GDP lên khoảng 20,5% vào năm 2025 trong bối cảnh thâm hụt ngân sách kéo dài (Biểu đồ 2). Thanh khoản thị trường cũng cải thiện đáng kể với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng từ mức khiêm tốn 8,6 nghìn tỷ đồng vào năm 2020 lên khoảng 17,2 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 10/2025. Tuy nhiên, mục tiêu giá trị TPCP đang lưu hành năm 2025 bằng 27% GDP của Chính phủ vẫn chưa hoàn thành, gia tăng thêm sức ép để hoàn thành mục tiêu đầy tham vọng với dư nợ TPCP bằng 33% GDP vào năm 2030 theo Chiến lược Tài chính Quốc gia được phê duyệt theo [Quyết định số 268/QĐ-TTg ngày 21/3/2022](#).

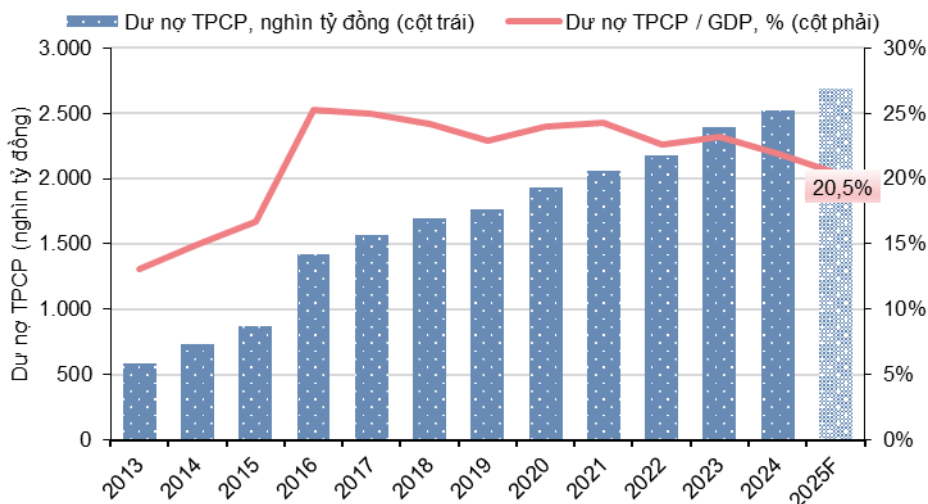
Bên cạnh đó, phát hành TPCP đóng một vai trò quan trọng trong chiến lược tái cấu trúc nợ công của Việt Nam. Tỷ trọng nợ nước ngoài trong danh mục đầu tư của Chính phủ đã giảm đáng kể xuống chỉ còn 24% trong năm 2024 từ 60% trong năm 2010, cho thấy sự chuyển dịch chính sách rõ ràng sang vay nợ trong nước (Biểu đồ 3). Cách tiếp cận này giúp giảm thiểu rủi ro tỷ giá và củng cố sự linh hoạt của Chính phủ trong việc quản lý nợ công. Ngoài ra, nợ công của Việt Nam vẫn tương đối thấp so với các quốc gia trong khu vực, ở mức 32% GDP tại thời điểm cuối năm 2024 (Biểu đồ 4). Sự cải thiện này phản ánh tăng trưởng GDP mạnh mẽ và bền vững của Việt Nam, từ đó dần hỗ trợ tỷ lệ nợ trên GDP lành mạnh hơn. Tỷ lệ hiện tại vẫn thấp hơn đáng kể [so với mức trần nợ công của Quốc hội \(bằng 50% GDP\)](#), từ đó đem lại dư địa tài khóa đáng kể để Chính phủ triển khai các chính sách hỗ trợ tăng trưởng, đặc biệt là trong bối cảnh bất ổn kinh tế toàn cầu gia tăng.

Đối với kỳ hạn phát hành, kỳ hạn 10 năm tiếp tục áp đảo, chiếm khoảng 82% tổng giá trị phát hành trong 10 tháng đầu năm 2025 (tăng từ 60% trong năm 2024). Kỳ hạn 5 năm đóng góp 12% (từ 15% trong năm 2024) và kỳ hạn 15 năm chiếm 4% (giảm từ 20% trong năm 2024). Do đó, kỳ hạn bình quân gia quyền trong 10 tháng đầu năm 2025 đã giảm xuống 9,8 năm từ 11,1 năm trong năm 2024, thấp hơn nhiều so với mức đỉnh 13,8 năm trong năm 2020 (Biểu đồ 5). Kỳ hạn này vẫn phù hợp với các mục tiêu được nêu trong [Nghị quyết 23/2021/QH15](#) về kế hoạch tài chính quốc gia và quản lý nợ công giai đoạn 2021-2025, trong đó đặt mục tiêu kỳ hạn phát hành bình quân dao động từ 9-11 năm.

Về phía nhà đầu tư, các tổ chức bảo hiểm, bao gồm Bảo hiểm Xã hội Việt Nam, Bảo hiểm Tiền gửi và các công ty bảo hiểm, nắm giữ phần lớn trái phiếu đang lưu hành, khoảng 62% tính đến tháng 9/2025, cho thấy nhu cầu nắm giữ các chứng khoán có kỳ hạn dài. Tiếp theo là các NHTM, nắm giữ 37% giá trị trái phiếu đang lưu hành, trong khi phần còn lại do các CTCK, công ty quản lý tài sản, NĐT nước ngoài và các bên tham gia khác nắm giữ (Biểu đồ 31 trong phần Phụ lục).

**Biểu đồ 2: Quy mô thị trường TPCP**

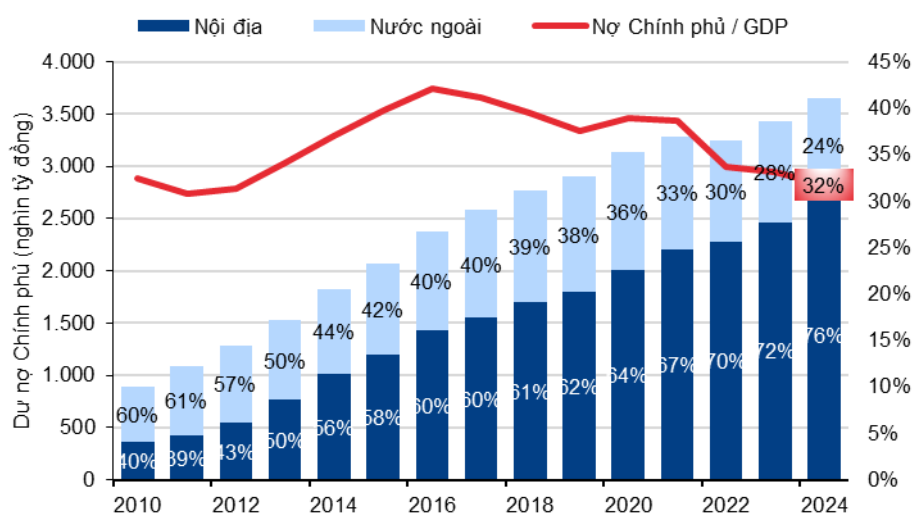
Tỷ lệ dư nợ TPCP/GDP đã tăng gần gấp đôi kể từ năm 2013 trong bối cảnh thâm hụt ngân sách kéo dài



Nguồn: ADB, CEIC, HSC

**Biểu đồ 3: Cơ cấu nợ Chính phủ, Việt Nam**

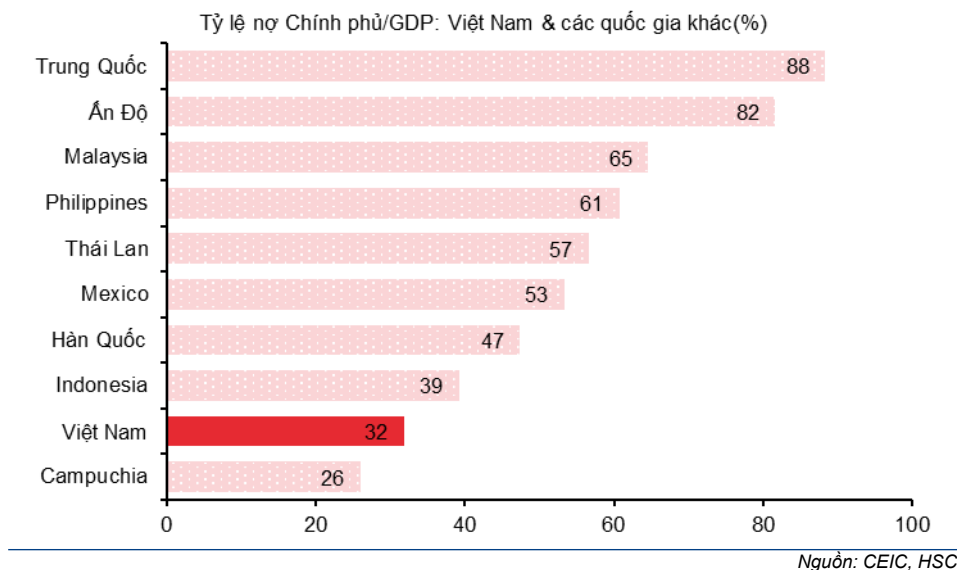
TPCP đã giúp Chính phủ tái cơ cấu nợ, với tỷ lệ nợ nước ngoài giảm từ 60% tổng nợ Chính phủ năm 2010 xuống còn 24% vào năm 2024



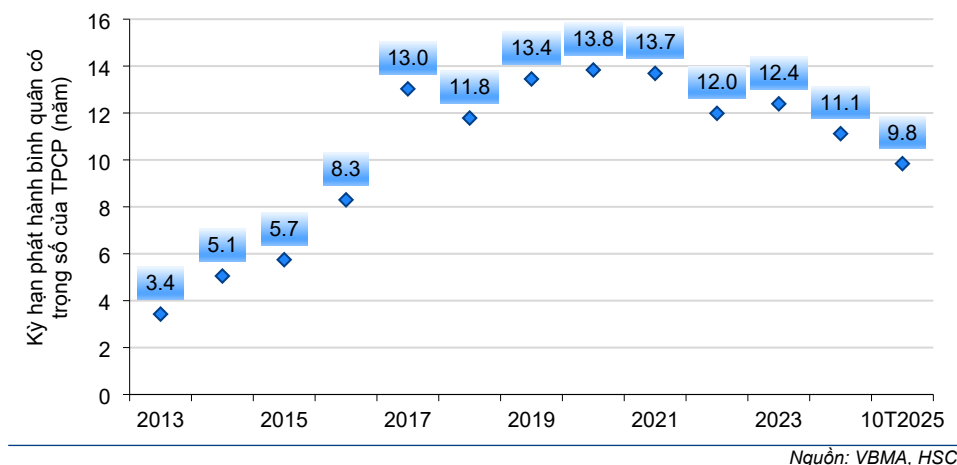
Nguồn: CEIC, HSC

**Biểu đồ 4: Tỷ lệ nợ Chính phủ/GDP năm 2024**

Tỷ lệ nợ Chính phủ/GDP tại Việt Nam vẫn ở mức thấp so với các quốc gia khác, tạo dư địa tài khóa đáng kể để Chính phủ triển khai các chính sách hỗ trợ tăng trưởng

**Biểu đồ 5: Kỳ hạn phát hành bình quân có trọng số của TPCP**

Kỳ hạn phát hành bình quân đã giảm còn 9,8 năm trong 10 tháng đầu năm 2025, phù hợp với mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ



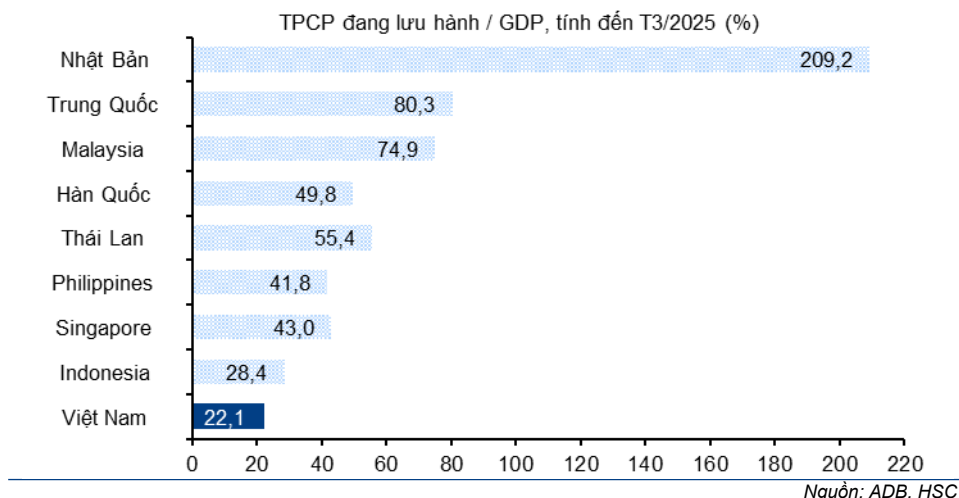
Mặc dù đạt được những thành tựu này, quy mô thị trường TPCP Việt Nam vẫn khá khiêm tốn so với các quốc gia trong khu vực. Theo Biểu đồ 6, tỷ lệ TPCP/GDP của Việt Nam chỉ bằng khoảng 10% Nhật Bản và gần một nửa so với Philippines, đồng thời cũng thấp hơn Thái Lan, Philippines và Indonesia. Chênh lệch này cho thấy dư địa mở rộng thị trường thời gian tới còn rất lớn.

Một số nguyên nhân góp phần vào quy mô hạn chế hiện tại bao gồm: Nền kinh tế Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển, nguồn vốn tiết kiệm dài hạn từ các NĐT tổ chức như quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm và các công cụ đầu tư dài hạn còn khá hạn chế. Hệ thống tài chính vẫn tập trung chủ yếu vào ngân hàng, trong đó tín dụng cung cấp nguồn vốn trung và dài hạn chính. Ngoài ra, sức hấp dẫn của TPCP Việt Nam đối với khối ngoại còn bị hạn chế do xếp hạng tín nhiệm quốc gia (BB+ theo [S&P](#) và [Fitch](#)) vẫn dưới mức đầu tư, cũng như rủi ro tỷ giá hiện tại và lợi suất tương đối thấp so với khẩu vị rủi ro của các NĐT quốc tế.

Nhìn chung, mặc dù đã đạt được những tiến bộ đáng kể, thị trường TPCP Việt Nam vẫn còn tiềm năng đáng kể để tiếp tục mở rộng quy mô, làm sâu sắc cấu trúc và nâng cao sức hấp dẫn đối với cả NĐT trong và ngoài nước trong những năm tới.

## Biểu đồ 6: Dư nợ TPCP: Việt Nam so với các nước trong khu vực

Dư nợ TPCP của Việt Nam vẫn ở mức tương đối thấp so với các quốc gia khác do hệ thống tài chính còn phụ thuộc lớn vào kênh ngân hàng



## Thị trường sơ cấp

Thị trường trái phiếu chính phủ tiếp tục duy trì đà tăng trưởng, được hỗ trợ bởi nhu cầu phát hành lớn hơn và cấu trúc thị trường sơ cấp ngày càng hoàn thiện. Giá trị phát hành đã tăng đáng kể từ khoảng 194 nghìn tỷ đồng năm 2013 lên 330,4 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2024. Bước sang năm 2025, Chính phủ đặt mục tiêu tham vọng, với kế hoạch phát hành lên đến 500 nghìn tỷ đồng. Tính đến tháng 10/2025, tổng giá trị phát hành đã đạt 283,4 nghìn tỷ đồng (giảm 6,2% so với cùng kỳ), hoàn thành 57% mục tiêu cả năm (Biểu đồ 7 và 8).

Tính riêng tháng 10, KBNN đã phát hành thành công 27,7 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm 9% so với cùng kỳ nhưng tăng 63% so với tháng trước, hoàn thành 50% [mục tiêu phát hành hàng tháng \(56 nghìn tỷ đồng\)](#). Trong đó kỳ hạn 10 năm (18,1 nghìn tỷ đồng) tiếp tục chiếm ưu thế với 65% tổng giá trị phát hành, tiếp theo là kỳ hạn 5 năm (8,5 nghìn tỷ đồng), 15 năm (1,1 nghìn tỷ đồng) và 30 năm (48 tỷ đồng).

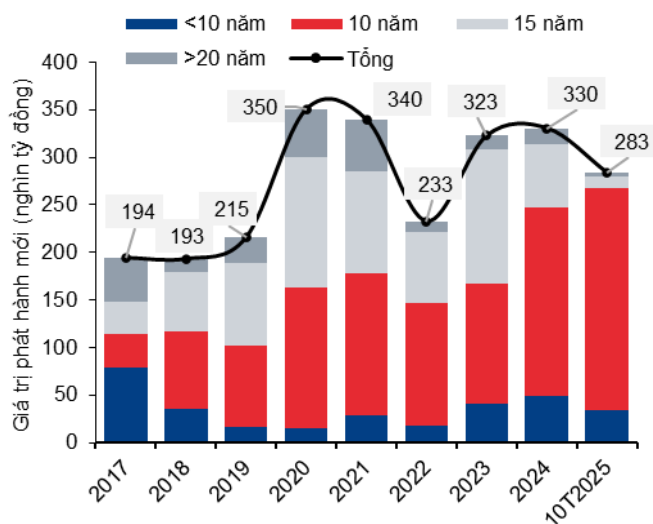
Tuy nhiên, tốc độ phát hành vẫn khá khiêm tốn so với [mục tiêu Q4](#), trong đó tháng 10 chỉ đóng góp 19% kế hoạch quý (145 nghìn tỷ đồng) (Biểu đồ 9). Lũy kế 10 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị phát hành đạt 283,4 nghìn tỷ đồng, giảm 6,2% so với cùng kỳ. Về cấu trúc kỳ hạn, kỳ hạn 10 năm vượt mục tiêu năm trong khi tất cả các kỳ hạn khác không hoàn thành mục tiêu (Biểu đồ 10). Với tốc độ hiện tại, áp lực phát hành nhiều khả năng sẽ gia tăng trong 2 tháng cuối năm.

Diễn biến chậm lại của hoạt động phát hành chủ yếu phản ánh tốc độ giải ngân đầu tư công và thực hiện ngân sách ở mức vừa phải. Tính đến cuối tháng 10, thu ngân sách đạt 109,1% mục tiêu cả năm, trong khi chi ngân sách chỉ hoàn thành 71% mục tiêu. Theo đó, thặng dư ngân sách ước tính đạt 314 nghìn tỷ đồng, trái ngược với mức bội chi dự kiến 471,5 nghìn tỷ đồng theo [Quyết định 2894 của Bộ Tài chính](#). Trong khi đó, giải ngân đầu tư công tính đến tháng 10/2025 đạt 486,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 61,5% mục tiêu cả năm (so với 47,3% năm ngoái), tăng 57,9% so với cùng kỳ; tuy nhiên, vẫn cần giải ngân 300 nghìn tỷ đồng để hoàn thành mục tiêu, cho thấy chênh lệch rõ ràng và làm giảm tính cấp thiết của nhu cầu phát hành TPCP trong ngắn hạn.

Từ đó, kế hoạch phát hành cần điều chỉnh cẩn thận hơn để tránh dư thừa thanh khoản, hạn chế chi phí lãi vay không cần thiết và giảm thiểu áp lực lạm phát. Môi trường này đòi hỏi sự phối hợp chặt chẽ giữa điều kiện thị trường, tiến độ giải ngân đầu tư công và quản lý nguồn dự phòng ngân sách tập trung. Tuy nhiên, do đầu tư công thường tăng tốc vào cuối năm, chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát hành có thể sẽ khởi sắc trong những tháng cuối năm.

## Biểu đồ 7: Giá trị phát hành mới hàng năm theo kỳ hạn

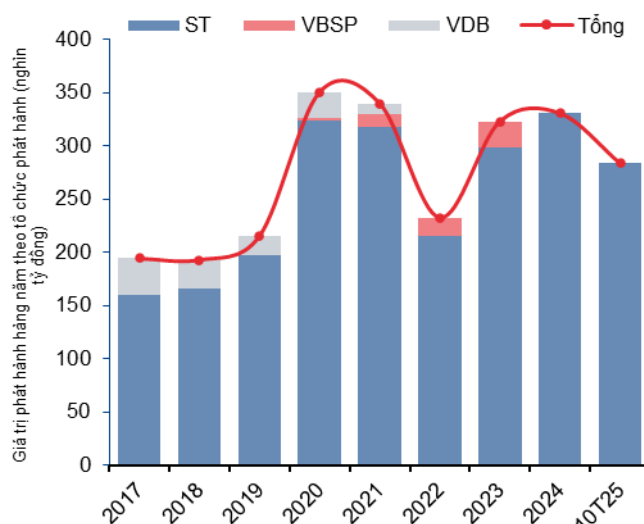
Giá trị phát hành mới trong 10 tháng đầu năm 2025 thấp hơn cùng kỳ 2024, tạo áp lực lên việc hoàn thành kế hoạch phát hành TPCP trước cuối năm



Nguồn: VBMA, HSC

## Biểu đồ 8: Giá trị phát hành mới hàng năm theo tổ chức phát hành

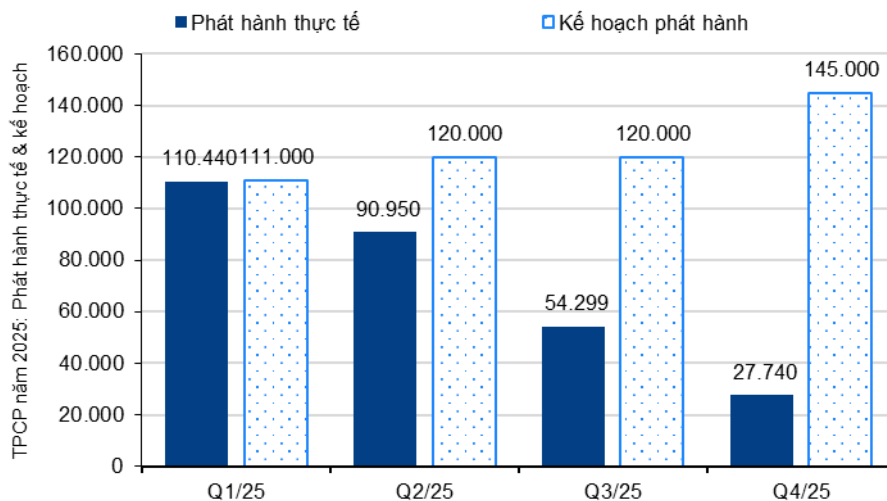
Trong 2 năm vừa qua, Kho bạc Nhà nước là đơn vị duy nhất phát hành trái phiếu Chính phủ



Nguồn: VBMA, HSC

## Biểu đồ 9: TPCP năm 2025: Phát hành thực tế & kế hoạch phát hành

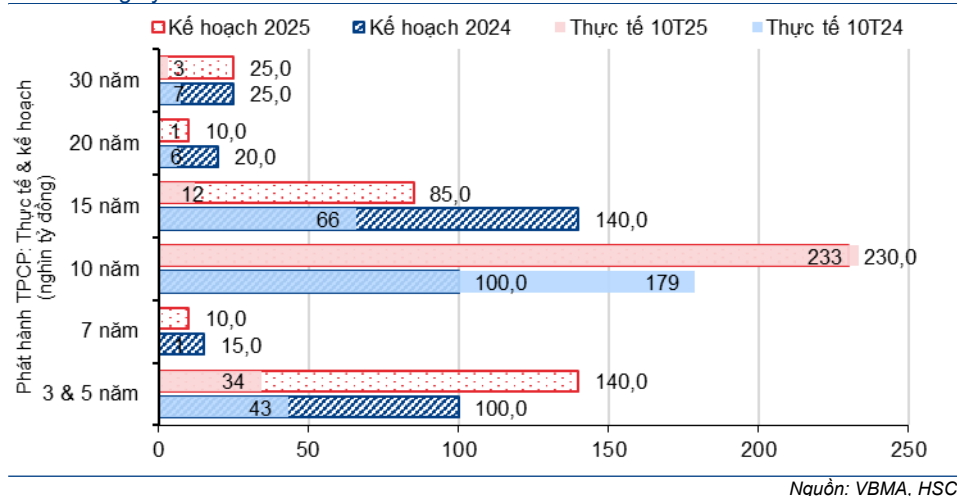
Việc không hoàn thành chỉ tiêu trong hai quý trước đang tạo áp lực lớn hơn lên hoạt động phát hành TPCP trong Q4/2025



Nguồn: VBMA, HSC

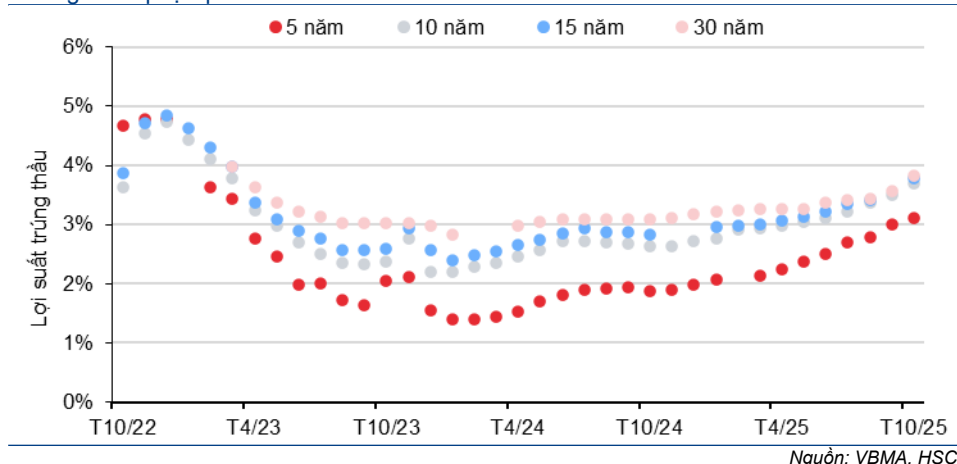
## Biểu đồ 10: So sánh mức độ hoàn thành kế hoạch phát hành năm 2024 và 2025

Tốc độ phát hành năm 2025 chỉ hoàn thành mục tiêu ở kỳ hạn 10 năm, trong khi các kỳ hạn khác đều chưa đạt. Tổng giá trị phát hành trong 10 tháng đầu năm 2025 giảm 6,2% so với cùng kỳ



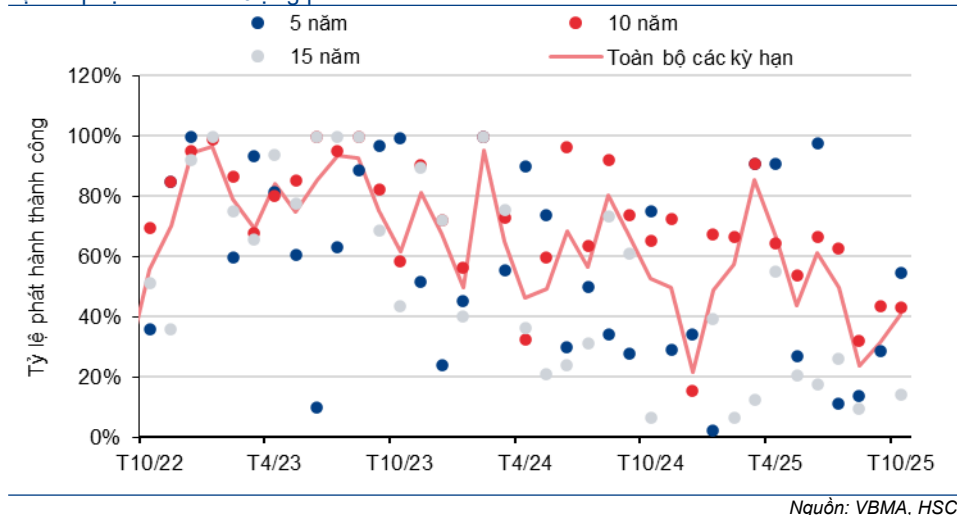
## Biểu đồ 11: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng (%/năm)

Trên thị trường sơ cấp, lợi suất trúng thầu tiếp tục tăng tháng thứ sáu liên tiếp do ảnh hưởng của áp lực phát hành



## Biểu đồ 12: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công đã tăng lên 41% từ mức 31% trong tháng trước, phù hợp với sự hồi phục của khối lượng phát hành



Lợi suất trúng thầu bình quân đã có xu hướng tăng. Lợi suất trúng thầu bình quân gia quyền tháng 10 tăng mạnh lên 2,63%, tăng 47 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 25 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 11). Lợi suất ở tất cả các kỳ hạn trên thị trường sơ cấp tăng 75-123 điểm cơ bản so với cùng kỳ, cho thấy kỳ vọng của thị trường về việc lãi suất gia tăng và tâm lý thận trọng hơn của NĐT. Tỷ lệ phát hành thành công cũng phục hồi lên 41%, phù hợp với sự phục hồi của giá trị phát hành, từ 31% trong tháng trước (Biểu đồ 12).

## Triển vọng năm 2026: Thị trường bước vào chu kỳ phát hành mạnh mẽ hơn

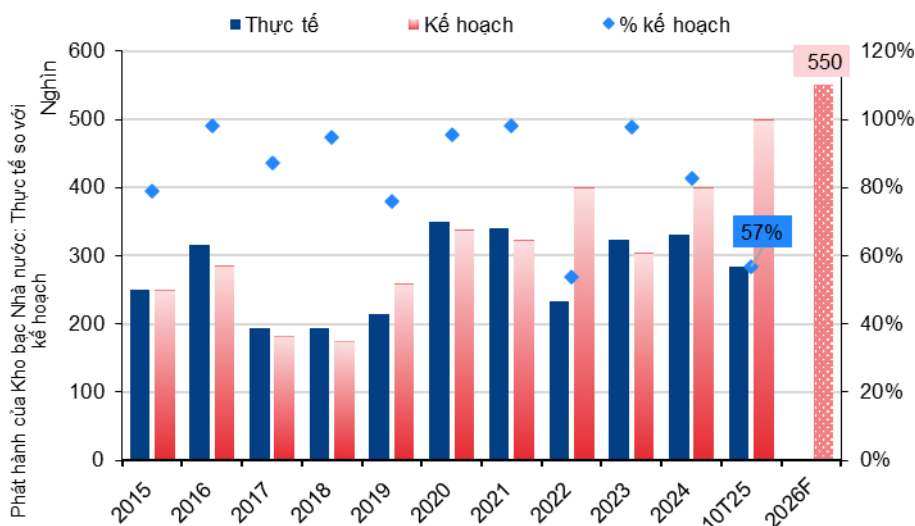
Bước sang năm 2026, thị trường TPCP đang bước vào giai đoạn phát hành sôi động hơn, đóng vai trò ngày càng quan trọng trong việc huy động vốn cho ngân sách Nhà nước. Điều này đặc biệt có ý nghĩa khi nền kinh tế đang bước vào chu kỳ đầu tư công đầy tham vọng, hướng tới mục tiêu tăng trưởng GDP 10% của Chính phủ. Trong giai đoạn 2025-2030, nhiều dự án hạ tầng chiến lược đã được lên kế hoạch, bao gồm Đường sắt cao tốc Bắc-Nam (dự kiến khởi công năm 2026), Sân bay Quốc tế Long Thành (giai đoạn 1 dự kiến đi vào hoạt động năm 2026, chuẩn bị cho giai đoạn 2), và Đường cao tốc Bắc-Nam (giai đoạn 2 dự kiến hoàn thành vào cuối năm nay, đưa vào vận hành năm 2026), cùng nhiều dự án trọng điểm khác, tất cả đều cần nguồn vốn lớn và ổn định, qua đó tạo cả cơ hội lẫn áp lực cho thị trường TPCP (Biểu đồ 15).

Theo [Nghị quyết số 245/2025/QH15 về dự toán ngân sách nhà nước năm 2026](#), Chính phủ dự kiến phân bổ khoảng 1,1 triệu tỷ đồng cho đầu tư phát triển, cùng ước tính bội chi ngân sách 605,8 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 14). Điều này cho thấy rõ ràng nhu cầu phát hành TPCP sẽ tăng mạnh để bù đắp thâm hụt và đảm bảo dòng vốn ổn định cho các dự án đầu tư công.

Dựa trên những động thái này, chúng tôi dự báo Chính phủ sẽ đặt mục tiêu phát hành TPCP 550 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, tăng trưởng 10% so với kế hoạch năm 2025 (Biểu đồ 13) (lịch đấu thầu TPCP hàng năm thường được công bố vào tháng 1 cùng năm). Điều này phù hợp với xu hướng chung về chính sách mở rộng tài khóa và đẩy nhanh giải ngân đầu tư công, đồng thời tính đến khả năng khối lượng phát hành năm nay có thể không đạt mục tiêu đề ra trong năm nay.

## Biểu đồ 13: Phát hành của Kho bạc Nhà nước: Thực tế so với kế hoạch

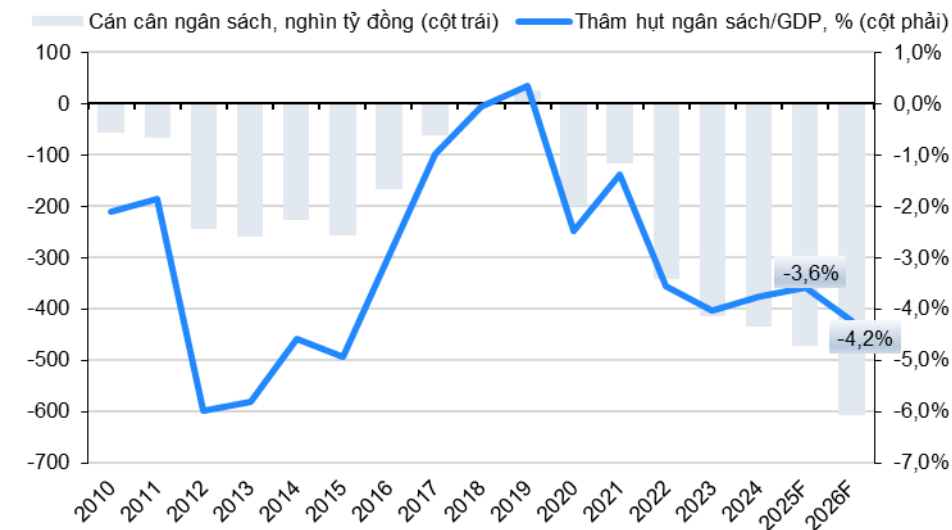
Dựa trên kế hoạch đầu tư công đầy tham vọng, HSC ước tính kế hoạch phát hành TPCP năm 2026 sẽ đạt 550 nghìn tỷ đồng, tăng 10% so với mục tiêu năm nay



Nguồn: VBMA, HSC

## Biểu đồ 14: Tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP

Với mức bội chi ngân sách dự kiến khoảng 606 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, khối lượng phát hành TPCP được kỳ vọng sẽ tăng lên nhằm bù đắp phần thiếu hụt ngân sách này



Nguồn: Nghị quyết số 245/2025/QH15, Bộ Tài chính, HSC

**Bảng 15: Các dự án đầu tư công hạ tầng quốc gia trọng điểm đang triển khai trong giai đoạn 2021-2030**

Việc khởi công và tiếp tục triển khai nhiều dự án đầu tư công trọng điểm cấp quốc gia trong giai đoạn 2025-2030 sẽ đòi hỏi nguồn vốn tài trợ rất lớn

| Dự án                                                          | Năm bắt đầu | Ước tính hoàn thành | Quy mô                                                                                                                                                 | Ước tính đầu tư                                                  | Tiến độ                                                                                                                                                                                            | Kết quả                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------|-------------|---------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <a href="#">Đường cao tốc Bắc Nam (Giai đoạn 2, 2021-2025)</a> | 2023        | 2025                | 729 km                                                                                                                                                 | 147 nghìn tỷ đồng                                                | Giai đoạn 2 bao gồm 12 dự án thành phần. 6 đoạn đã được thông xe một phần, các đoạn còn lại đang được đẩy nhanh tiến độ với tỷ lệ hoàn thành từ 70% đến hơn 90% tùy theo gói thầu.                 | Dự án đạt mục tiêu hoàn thành kết nối đường cao tốc toàn tuyến từ Lạng Sơn đến Cà Mau vào cuối năm 2025, nâng cao hiệu quả vận tải, logistics và hội nhập kinh tế khu vực.                                                                                                            |
| <a href="#">Đường sắt cao tốc Bắc Nam</a>                      | 2026F       | 2035F               | 1,541 km                                                                                                                                               | Khoảng 67 tỷ USD (1,7 triệu tỷ đồng)                             | Nghiên cứu tiền khả thi đã được Quốc hội phê duyệt. Công tác giải phóng mặt bằng đang được phối hợp với chính quyền địa phương, đồng thời đang triển khai đấu thầu các gói thầu tư vấn và kỹ thuật | Được thiết kế với tốc độ tối đa 350 km/h, tuyến đường này sẽ rút ngắn thời gian di chuyển giữa Hà Nội và TP.HCM xuống khoảng 5 giờ 20 phút, tăng cường kết nối quốc gia, luồng du lịch và khả năng cạnh tranh về logistics.                                                           |
| <a href="#">Sân bay Long Thành (Giai đoạn 1)</a>               | 2021        | 2026                | Dự án bao gồm một đường băng, một nhà ga hành khách và cơ sở hạ tầng hỗ trợ, với công suất thiết kế 25 triệu hành khách và 1,2 triệu tấn hàng hóa/năm. | 110 nghìn tỷ đồng                                                | Các gói xây dựng cốt lõi bao gồm đường băng, đường taxi, hệ thống đường nội bộ và nhà ga hành khách đã tiến triển đáng kể, hoàn thành 40-80% tùy thuộc vào các thành phần công việc.               | Giai đoạn 1 sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2026 với vai trò trung tâm hàng không quốc tế chính của Việt Nam, giảm tải cho Sân bay Tân Sơn Nhất và hỗ trợ tăng trưởng dài hạn cho hàng không, thương mại và du lịch. Công tác chuẩn bị cho Giai đoạn 2 sẽ được tiến hành trong năm 2026. |
| <a href="#">Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận</a>               | Q1/2029F    | Q4/2035F            | Tổng công suất lắp đặt: 4.000MW, diện tích đất: 1.642ha                                                                                                | Ước tính 22 tỷ USD                                               | EVN đã hoàn thiện nghiên cứu tiền khả thi và đang phối hợp giải phóng mặt bằng, thảo luận chuyển giao công nghệ. Công tác chuẩn bị nguồn nhân lực và hợp tác quốc tế đang được mở rộng.            | Dự án được kỳ vọng sẽ tạo động lực phát triển mạnh mẽ cho tỉnh Ninh Thuận, tăng cường an ninh năng lượng quốc gia, đẩy nhanh năng lực khoa học và công nghiệp trong công nghệ hạt nhân và giám phát thải khí nhà kính.                                                                |
| <a href="#">Đường vành đai 3 TP.HCM</a>                        | 2023        | Q2/2026F            | 76.34 km                                                                                                                                               | 75,3 nghìn tỷ đồng                                               | Đã hoàn thành 100% công tác giải phóng mặt bằng. Một số đoạn đã được thông xe kỹ thuật, dự kiến sẵn sàng vận hành toàn tuyến trước tháng 6/2026.                                                   | Là hành lang liên vùng quan trọng, dự án sẽ giảm ùn tắc, nâng cao hiệu quả logistics và mở rộng không gian phát triển đô thị trên khắp Vùng kinh tế trọng điểm phía Nam                                                                                                               |
| <a href="#">Đường vành đai 4 Hà Nội</a>                        | 2023        | 2027F               | 112.8 km                                                                                                                                               | 65 nghìn tỷ đồng                                                 | Tiến độ xây dựng đã đạt trên 50% tổng thể, trong đó giải phóng mặt bằng đã hoàn thành cho khoảng 98,8% hành lang.                                                                                  | Đường vành đai sẽ giảm áp lực giao thông ở trung tâm Hà Nội, hỗ trợ kết nối khu vực và kích thích phát triển kinh tế trên toàn Vùng Thủ đô                                                                                                                                            |
| <a href="#">Hệ thống Metro Hà Nội</a>                          | 2010        | 2045F               | Mạng lưới quy hoạch: 14-15 tuyến, 653,6km                                                                                                              | 55,4 tỷ USD                                                      | Tuyến 2A và đoạn trên cao của Tuyến 3 đã đi vào vận hành thương mại. Các tuyến ưu tiên khác đang được chuẩn bị hoặc xây dựng theo quy hoạch tổng thể đã được phê duyệt.                            | Hệ thống tàu điện ngầm được thiết kế để trở thành xương sống của mạng lưới giao thông công cộng Hà Nội, giảm tắc nghẽn, cải thiện chất lượng không khí và hỗ trợ phát triển đô thị bền vững dọc theo các hành lang giao thông công cộng.                                              |
| <a href="#">Hệ thống Metro TP.HCM</a>                          | 2013        | 2045F               | Tổng mạng lưới quy hoạch: 1.012 km trên khắp TP.HCM, Bình Dương và Bà Rịa-Vũng Tàu                                                                     | 58,1 tỷ USD (40,2 tỷ USD đến năm 2035; 17,9 tỷ USD đến năm 2045) | Tuyến số 1 đã đi vào vận hành thương mại. Nhiều tuyến khác dự kiến sẽ được khởi công xây dựng trong giai đoạn 2025-2027 với mục tiêu hoàn thành 355km vào năm 2035.                                | Mạng lưới tàu điện ngầm sẽ chuyển đổi mô hình di chuyển, tăng tỷ lệ giao thông công cộng lên 40-60% trong dài hạn và hỗ trợ mở rộng đô thị theo hướng tập trung vào giao thông công cộng.                                                                                             |

*Nguồn: Tổng hợp nhiều nguồn, HSC*

## Thị trường thứ cấp

Hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp vẫn sôi động trong tháng 10 với tổng giá trị giao dịch đạt 361,2 nghìn tỷ đồng (13,7 tỷ USD), tăng 31% so với cùng kỳ và tăng 13% so với tháng trước. Giá trị giao dịch bình quân ngày tăng lên khoảng 17,2 nghìn

tỷ đồng (650 triệu USD), cải thiện đáng kể 44% so với cùng kỳ năm 2024 (10,4 nghìn tỷ đồng). Giao dịch outright tiếp tục áp đảo, chiếm khoảng 71% tổng giá trị giao dịch và tăng 43% so với cùng kỳ lên 256 nghìn tỷ đồng (9,7 tỷ USD), trong khi giao dịch repo cũng tăng 10% so với cùng kỳ lên 105 nghìn tỷ đồng (4 tỷ USD) (Biểu đồ 16).

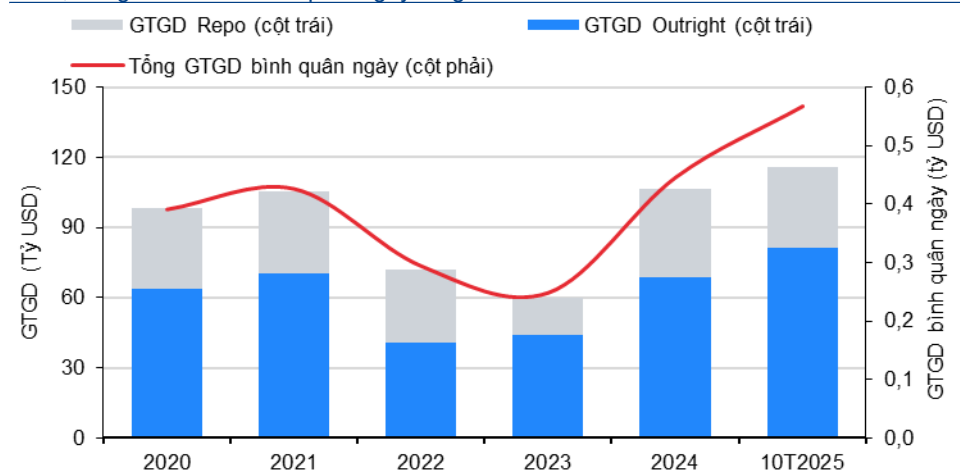
Trong 10 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị giao dịch đạt 115 tỷ USD, vượt mức 106 tỷ USD trong năm 2024, tương đương giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 27% so với đầu năm, đạt 570 triệu USD.

Đối với lợi suất, xu hướng tăng vẫn được duy trì. Lợi suất tăng 5-20 điểm cơ bản so với tháng trước và tăng 80-125 điểm cơ bản so với cùng kỳ ở tất cả các kỳ hạn. Tính đến cuối tháng 10, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 3,16% và 3,82%, sát với dự báo tại thời điểm cuối năm trước đó của chúng tôi lần lượt ở mức 3,2% và 3,8%. Tính đến ngày 24/11/2025, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm tiếp tục tăng lên lần lượt 3,19% và 3,88% (Biểu đồ 17).

Tổng cộng, lợi suất TPCP đã tăng khoảng 150-200 điểm cơ bản từ mức đáy cuối năm 2023, nhưng vẫn thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh khoảng 5% vào cuối năm 2022, cho thấy điều kiện thị trường hiện tại vẫn nói lỏng tương đối so với quá khứ (Biểu đồ 18).

### Biểu đồ 16: GTGD hàng năm và thanh khoản bình quân ngày

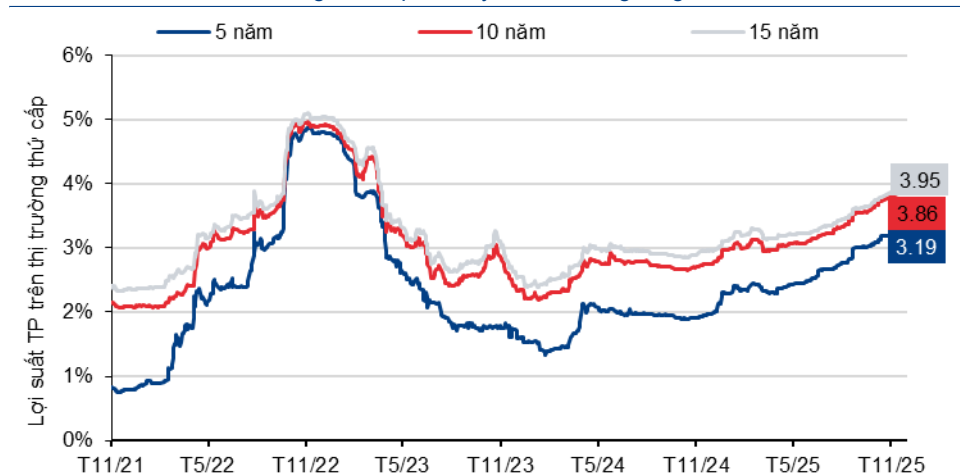
Tổng GTGD trái phiếu Chính phủ trong 10 tháng đầu năm 2025 đã vượt mức trong cả năm 2024, trong đó GTGD bình quân ngày tăng 27% so với đầu năm



Nguồn: CEIC, HSC

### Biểu đồ 17: Biến động lợi suất TPCP

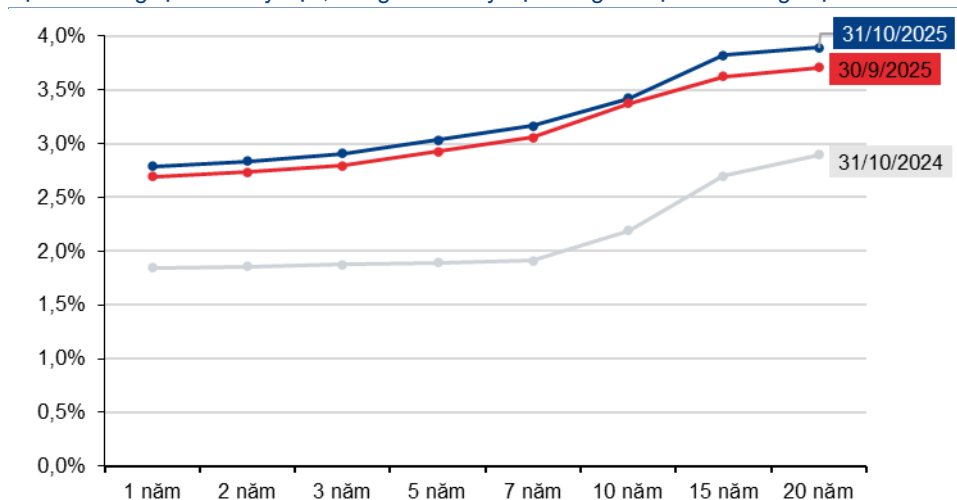
Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp đã duy trì xu hướng tăng kể từ T3/2025



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 18: Biến động đường cong lợi suất TPCP**

Lợi suất tăng tại tất cả kỳ hạn, trong đó các kỳ hạn dài ghi nhận mức tăng mạnh hơn



Nguồn: VBMA, HSC

### Dự báo lợi suất TPCP cho giai đoạn 2025-2027: Nâng dự báo theo xu hướng phát hành gia tăng

Trong bối cảnh lợi suất tăng nhanh và áp lực tài khóa ngày càng lớn, HSC nâng dự báo lợi suất TPCP tại thời điểm cuối năm 2025 lên 3,3% cho kỳ hạn 5 năm (từ [3,2% trước đó](#)) và 4% cho kỳ hạn 10 năm (từ [3,8% trước đó](#)), phù hợp với xu hướng trên thị trường sơ cấp và chủ yếu dựa trên kỳ vọng giải ngân đầu tư công mạnh mẽ vào cuối năm (Biểu đồ 19).

Mặc dù NHNN tiếp tục duy trì lập trường tiền tệ nói lỏng, nhu cầu vốn của Chính phủ, do thâm hụt ngân sách và đẩy mạnh chi tiêu cơ sở hạ tầng công (như đã phân tích trước đó) đang gia tăng sức ép lên toàn bộ đường cong lợi suất. Bước sang năm 2026, với mục tiêu [tăng trưởng GDP tối thiểu 10%](#) của Chính phủ, đầu tư công được kỳ vọng sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính. Điều này đồng nghĩa với áp lực phát hành mang tính cấu trúc lớn hơn, qua đó có thể đẩy lợi suất lên cao hơn nhằm thu hút cả nhà đầu tư trong nước và quốc tế.

Từ đó, HSC dự báo lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm sẽ tiếp tục tăng lên lần lượt 3,5% và 4,2% trong năm 2026, sau đó tăng nhẹ lên lần lượt 3,6% và 4,3% trong năm 2027 (Biểu đồ 1). Xu hướng này cho thấy mặt bằng lợi suất đang điều chỉnh tăng dần, phù hợp với chính sách tài khóa mở rộng và cơ cấu cân bằng cung cầu chặt chẽ hơn trên thị trường TPCP

**Bảng 19: Thay đổi các dự báo kinh tế trong báo cáo này**

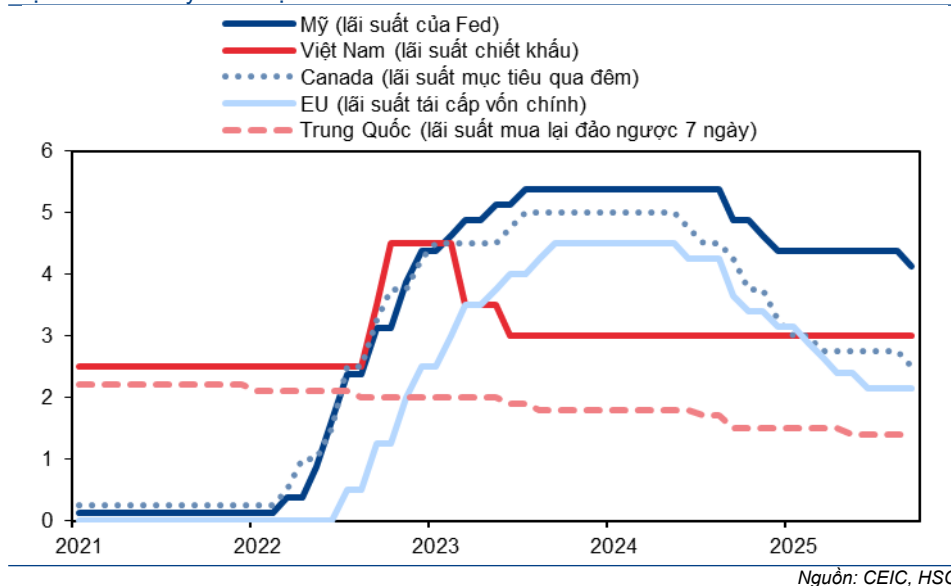
HSC nâng dự báo lợi suất TPCP trong giai đoạn 2025-2027, đồng thời nâng dự báo lãi suất LNH qua đêm trong năm 2026-2027

|                                 | 2025F |     | 2026F |     | 2027F |     |
|---------------------------------|-------|-----|-------|-----|-------|-----|
|                                 | Cũ    | Mới | Cũ    | Mới | Cũ    | Mới |
| Lãi suất LNH qua đêm (%)        | 4.0   | 4.0 | 3.5   | 4.0 | 3.5   | 4.0 |
| Lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm (%)  | 3.2   | 3.3 | 3.4   | 3.5 | 3.5   | 3.6 |
| Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%) | 3.8   | 4.0 | 4.0   | 4.2 | 4.1   | 4.3 |

Nguồn: HSC

## Biểu đồ 20: Lãi suất điều hành trong khu vực

Trong khi các nền kinh tế toàn cầu đang trải qua chu kỳ hạ lãi suất, lãi suất điều hành của Việt Nam vẫn duy trì ổn định



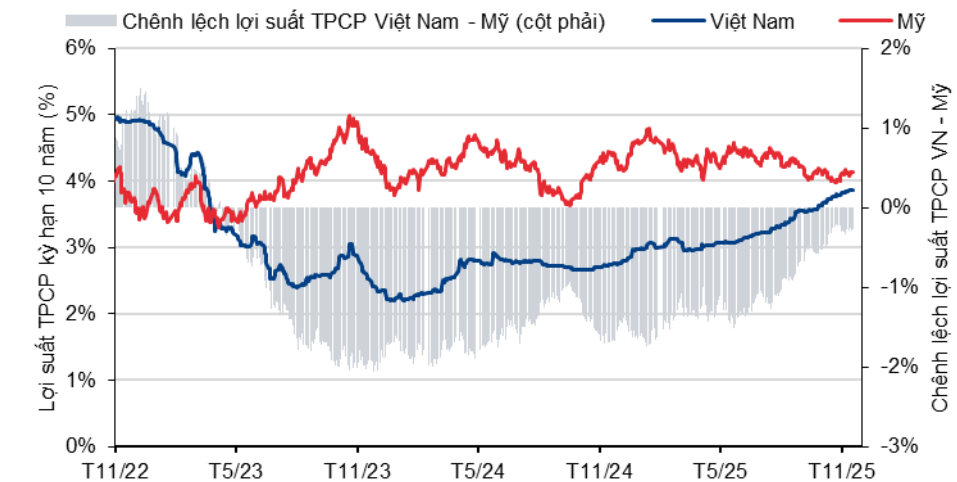
Trên thị trường toàn cầu, thị trường TPCP quốc tế và trong nước thể hiện những diễn biến trái ngược. Lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm ban đầu giảm xuống dưới 4% trước khi phục hồi lên 4,11% vào ngày 20/11/2025, khi NĐT so sánh tác động về khả năng Fed cắt giảm lãi suất so với những tác động của việc chính phủ Mỹ đóng cửa trong thời gian dài kỷ lục. Những bên tham gia thị trường phải đối mặt với bất ổn ngày càng lớn do các số liệu kinh tế chính thức tạm thời dừng công bố, khiến việc đánh giá áp lực lạm phát và điều kiện thị trường lao động trở nên khó khăn. Do đó, khả năng Fed giảm lãi suất vào tháng 12, theo số liệu từ [FedWatch CME](#), đã giảm xuống dưới 50%, phản ánh sự thận trọng của thị trường trong bối cảnh thiếu hụt số liệu.

Ngoài ra, lợi suất trái phiếu Việt Nam tiếp tục xu hướng tăng với lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng lên 3,88% vào ngày 20/11/2025. Theo đó, chênh lệch lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam và Mỹ thu hẹp xuống âm 22 điểm cơ bản, cho thấy chênh lệch ngày càng thu hẹp giữa lợi suất trong nước và toàn cầu (Biểu đồ 21).

Khối ngoại mua ròng trở lại trong tháng 10 với giá trị 7,6 triệu USD (200 tỷ đồng), sau khi bán ròng 25,7 triệu USD (676 tỷ đồng) trong tháng trước, tương đương mua ròng 10 tháng đầu năm 2025 đạt 121 triệu USD (3,2 nghìn tỷ đồng), gấp gần 5 lần so với lượng mua ròng 25,2 triệu USD (664 tỷ đồng) trong 10 tháng đầu năm 2024 (Biểu đồ 22).

## Biểu đồ 21: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam & Mỹ

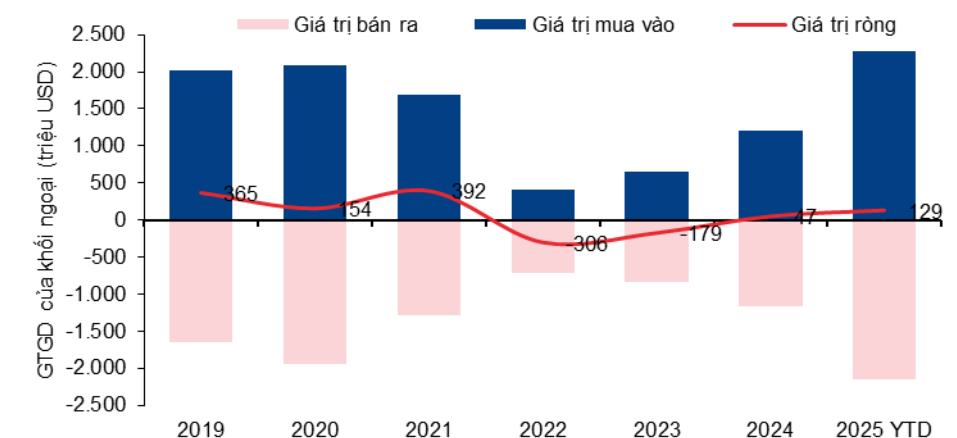
Tính đến ngày 20/11, chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam-Mỹ đã thu hẹp xuống âm 22 điểm cơ bản, cho thấy lợi suất trong nước ngày càng sát với mức lãi suất chuẩn toàn cầu



Nguồn: VBMA, VIRA, HSC

## Biểu đồ 22: GTGD của khối ngoại trên thị trường thứ cấp theo năm

NGĐT NN duy trì mua ròng kể từ năm 2024, với giá trị mua ròng trong 10 tháng đầu năm 2025 đạt 129 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC

## Thị trường liên ngân hàng và OMO

### Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao để hỗ trợ tăng trưởng tín dụng mạnh mẽ giai đoạn 2026-2027

Lãi suất liên ngân hàng tiếp tục biến động mạnh và duy trì ở mức cao với biên độ rộng. Lãi suất cho vay qua đêm đồng VND giảm xuống 3,2% tại thời điểm cuối tháng 10 nhưng tăng mạnh lên trên 6% vào đầu tháng 11 trước khi giảm xuống 4,18% vào ngày 20/11/2025 (Biểu đồ 23). Ngược lại, lãi suất cho vay qua đêm đồng USD vẫn ổn định ở mức 3,92% sau khi Fed giảm 25 điểm cơ bản lãi suất điều hành, duy trì chênh lệch lãi suất giữa VND-USD là dương 26 điểm cơ bản (Biểu đồ 24).

Thanh khoản thị trường liên ngân hàng đã mở rộng tháng thứ 4 liên tiếp với tổng giá trị giao dịch tháng 10 tăng 84% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước đạt 635,6 nghìn tỷ đồng (khoảng 24 tỷ USD), chủ yếu là giao dịch qua đêm (Biểu đồ 25).

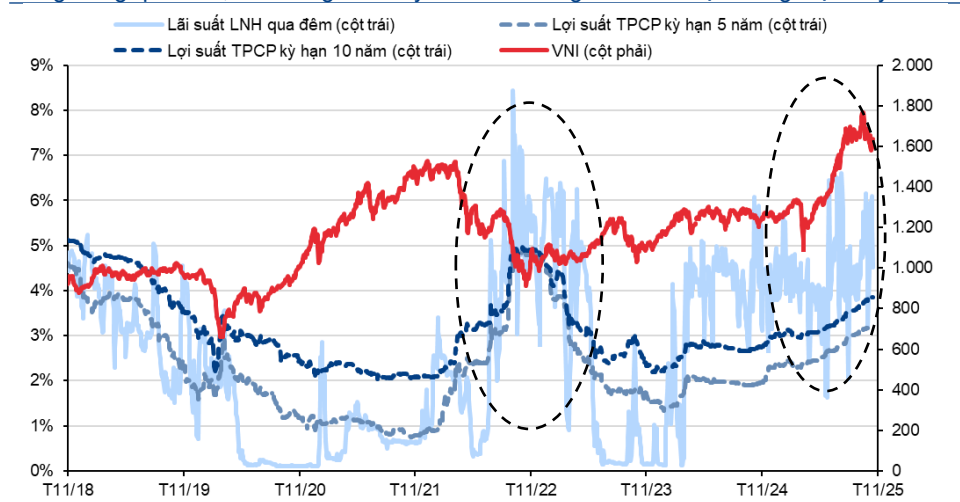
Lãi suất liên ngân hàng đồng VND biến động mạnh cho thấy áp lực vốn trong hệ thống ngân hàng bất chấp việc NHNN đã bơm ròng thanh khoản thông qua thị trường OMO. Để ứng phó với áp lực này, một số NHTM đã tăng nhẹ lãi suất huy động kể từ tháng 10 để thu hút vốn, mặc dù mặt bằng lãi suất nhìn chung vẫn ở mức thấp. Động lực

chính của xu hướng này là sự mất cân bằng giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng tiền gửi. Trong đó, tín dụng tăng trưởng 13,4% trong 9 tháng đầu năm trong khi tiền gửi tăng trưởng chậm hơn đáng kể. Theo đó, các NHTM phải tăng chi phí huy động để bảo vệ thanh khoản, đặc biệt là trong giai đoạn nhu cầu tín dụng thường tăng mạnh vào Q4. Áp lực tỷ giá cũng góp phần làm tăng lãi suất do nhu cầu ngoại tệ thường tăng trong giai đoạn cuối năm. Việc duy trì chênh lệch lãi suất đồng VND-USD dương đã giúp giảm bớt áp lực lên tỷ giá và hạn chế các cú sốc ngắn hạn.

Thời gian tới, thanh khoản VND sẽ vẫn căng thẳng để hoàn thành mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao trong những năm tới đồng thời duy trì lãi suất huy động tương đối ổn định. Do đó, các NHTM nhiều khả năng sẽ ngày càng phụ thuộc vào thị trường tiền tệ và các công cụ quản lý thanh khoản của NHNN để ổn định nguồn vốn ngắn hạn. HSC giữ nguyên dự báo lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng ở mức 4% tại thời điểm cuối năm 2025 nhưng nâng dự báo lên 4% (từ 3,5% trước đó) tại thời điểm cuối năm 2026-2027.

## Biểu đồ 23: Lợi suất trái phiếu Chính phủ, lãi suất qua đêm liên ngân hàng và biến động thị trường chứng khoán Việt Nam

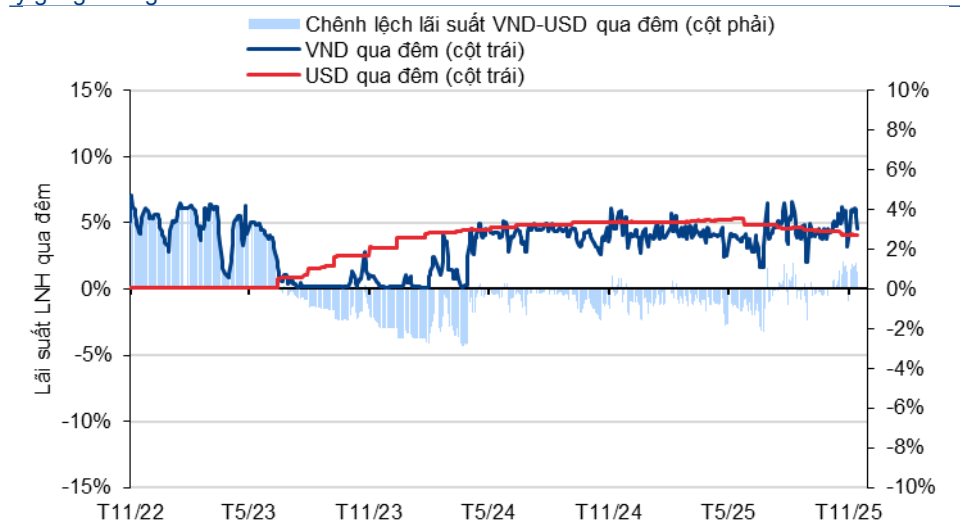
Xu hướng biến động ngược chiều giữa lãi suất liên ngân hàng và VN-Index, từng là đặc trưng trong quá khứ, đã không còn duy trì rõ nét trong bối cảnh thị trường hiện nay



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

## Biểu đồ 24: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

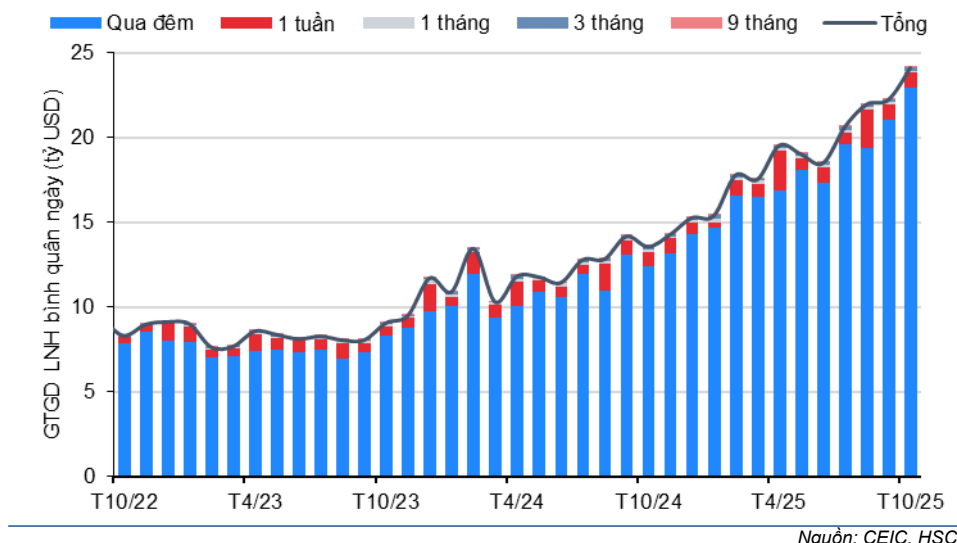
Chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm duy trì ở mức dương trong bối cảnh áp lực tỷ giá gia tăng



Nguồn: CEIC, HSC

## Biểu đồ 25: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

Thanh khoản liên ngân hàng tiếp tục được cải thiện tháng thứ tư liên tiếp, với tổng giá trị giao dịch trong tháng 10 tăng 84% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước.



## Hoạt động trên thị trường OMO gia tăng sau khi NHNN định hình lại các điều kiện cấp vốn cuối năm

Trên thị trường OMO, NHNN duy trì chính sách quản lý thanh khoản chủ động. Trong tháng 10, NHNN đã bơm 290,7 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, trong khi 255,5 nghìn tỷ đồng đáo hạn, nâng tổng giá trị bơm ròng vào hệ thống ngân hàng lên 35,2 nghìn tỷ đồng. Kỳ hạn vẫn tập trung trong khoảng từ 7-91 ngày với lãi suất điều hành được duy trì ở mức 4% (Biểu đồ 26-28).

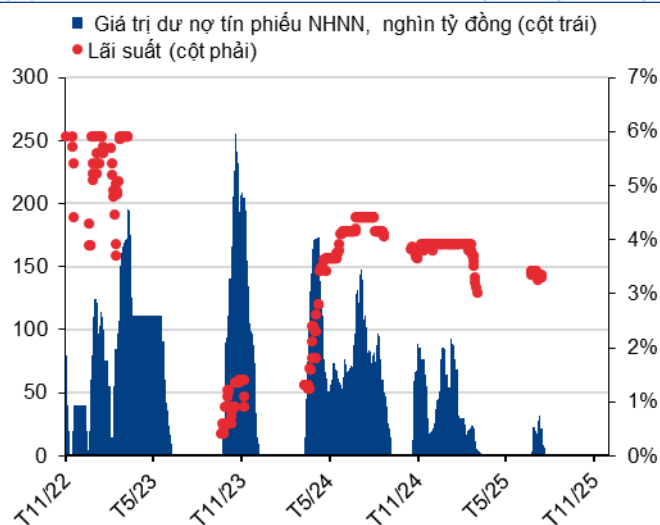
Một diễn biến đáng chú ý xuất hiện từ ngày 11/11/2025, khi NHNN bất ngờ cung cấp các hợp đồng mua lại đảo ngược (reverse repo) trên thị trường OMO với kỳ hạn tối đa 105 ngày, kỳ hạn dài nhất từ trước đến nay, trong khi vẫn giữ nguyên lãi suất cho vay ở mức 4%/năm. Biện pháp này trùng khớp với thời điểm lãi suất huy động liên ngân hàng tăng cao, vượt 6% ở hầu hết các kỳ hạn ngắn trong cùng kỳ, cùng với việc các hợp đồng mua lại đảo ngược đáo hạn đáng kể, phản ánh tình trạng thắt chặt thanh khoản trong hệ thống.

Với kỳ hạn được kéo dài, các hợp đồng mua lại đảo ngược hiện tại (từ ngày 11/11/2025 đến ngày 24/11/2025) sẽ đáo hạn trong giai đoạn từ ngày 24/2/2026 đến ngày 9/3/2026, qua đó hỗ trợ thanh khoản trong giai đoạn cao điểm cuối năm và sau kỳ nghỉ Tết Nguyên đán vào giữa tháng 2/2026. Cấu trúc OMO kỳ hạn dài hơn phản ánh định hướng chính sách của NHNN là ổn định thanh khoản và giảm thiểu biến động trên thị trường tiền tệ vào cuối năm.

Trước đợt điều chỉnh này, hoạt động trên thị trường OMO chủ yếu được thực hiện trong khoảng 7-91 ngày. Tính đến ngày 24/11/2025, tổng lượng tiền bơm vào thị trường OMO đạt 295,1 nghìn tỷ đồng, so với 227,8 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương giá trị thanh khoản bơm ròng ở mức 67,3 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, hoạt động phát hành tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng, nâng tổng giá trị đang lưu hành trên thị trường OMO tăng lên mức cao kỷ lục khoảng 287 nghìn tỷ đồng.

**Biểu đồ 26: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)**

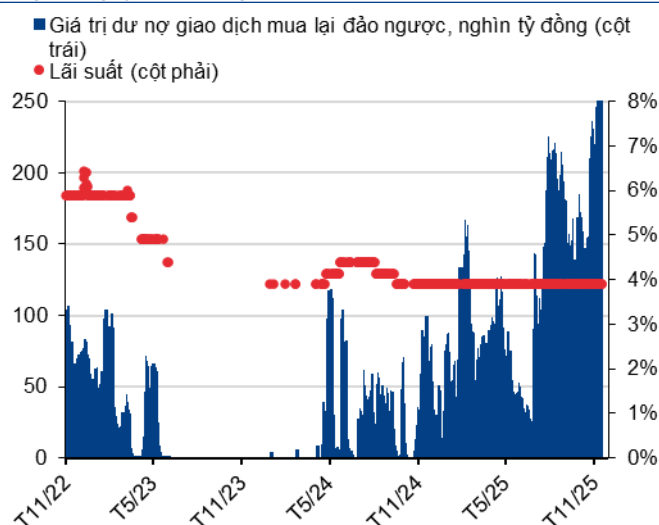
Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7 do sức ép thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng...



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 27: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)**

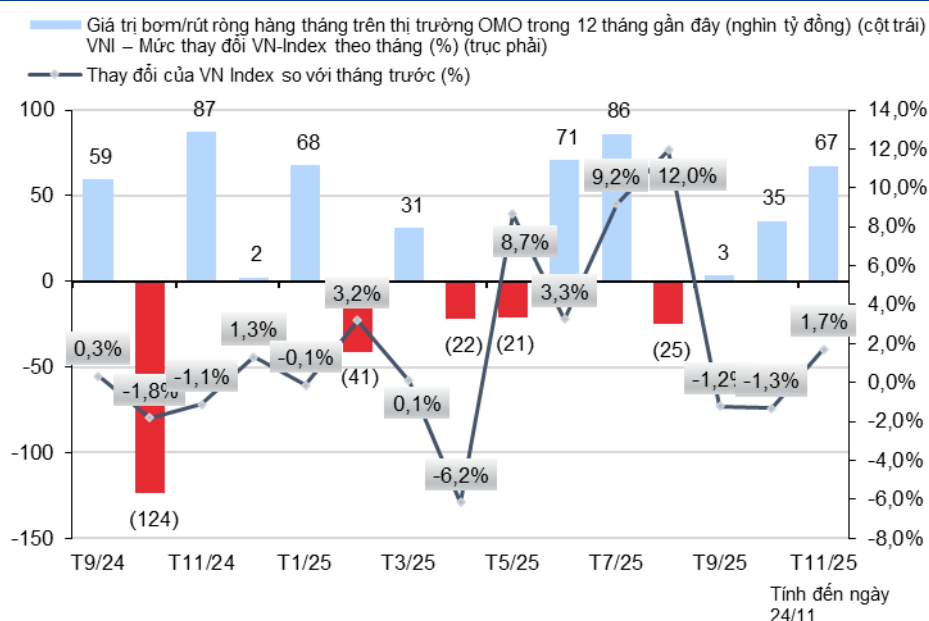
... và rút ròng 67,3 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong 24 ngày đầu tháng 11



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 28: Giá trị bơm/hút ròng qua nghiệp vụ thị trường mở OMO theo tháng trong 12 tháng gần đây**

NHNN đã bơm ròng thanh khoản qua kênh OMO trong ba tháng gần nhất, đồng thời kéo dài kỳ hạn lên tới 105 ngày trong tháng 11

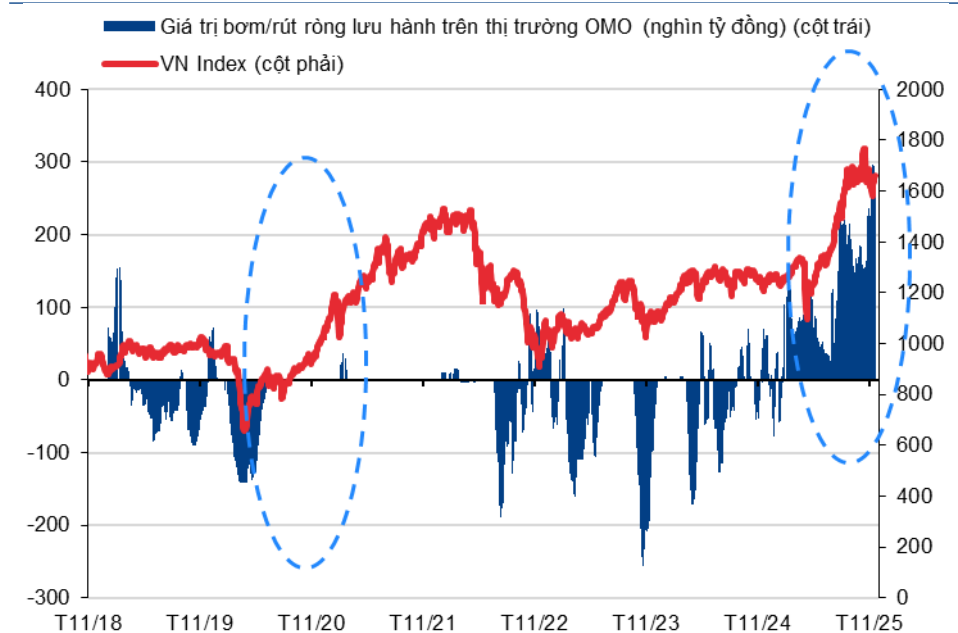


Tính đến ngày 24/11

Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 29: Giá trị lưu hành trên thị trường OMO so với VN-Index**

Tổng giá trị lưu hành tích lũy trên thị trường OMO cho thấy mối tương quan thuận với diễn biến của VN-Index

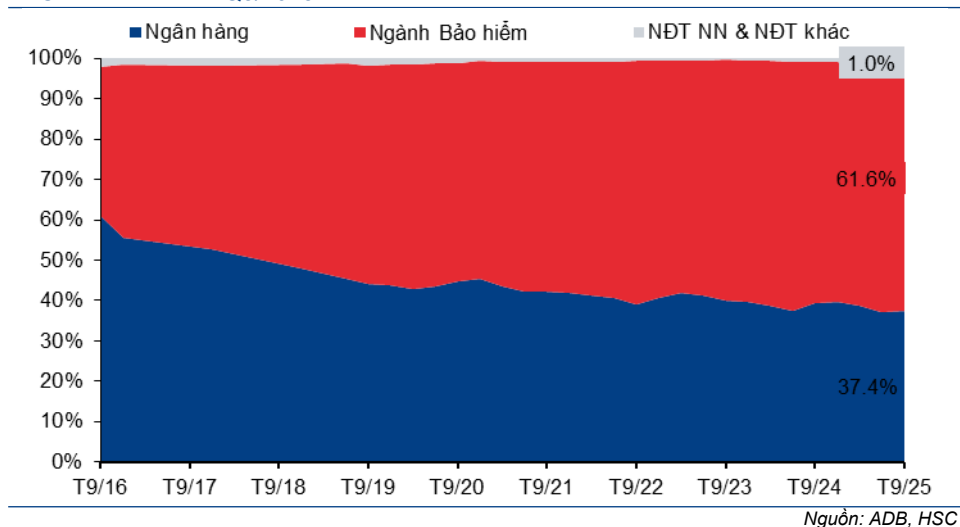


Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

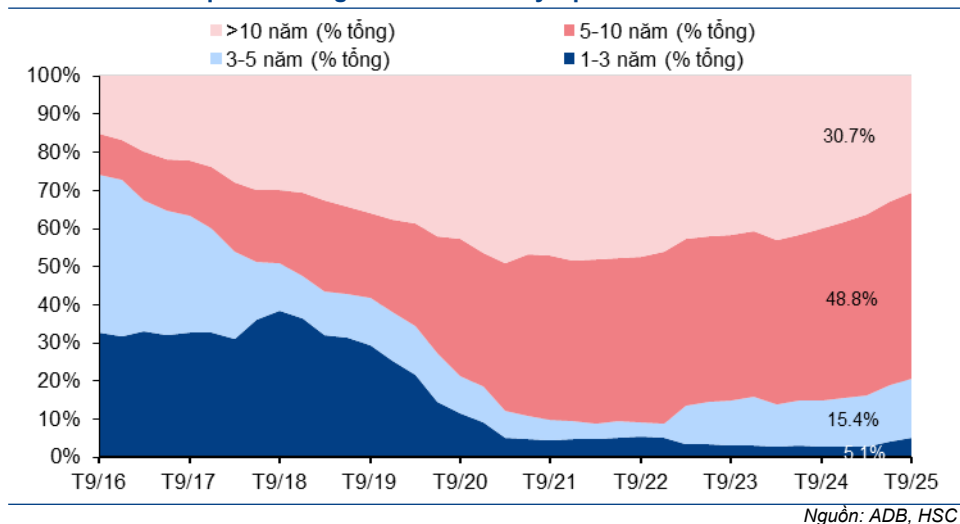
## Phụ lục

**Biểu đồ 30: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư**

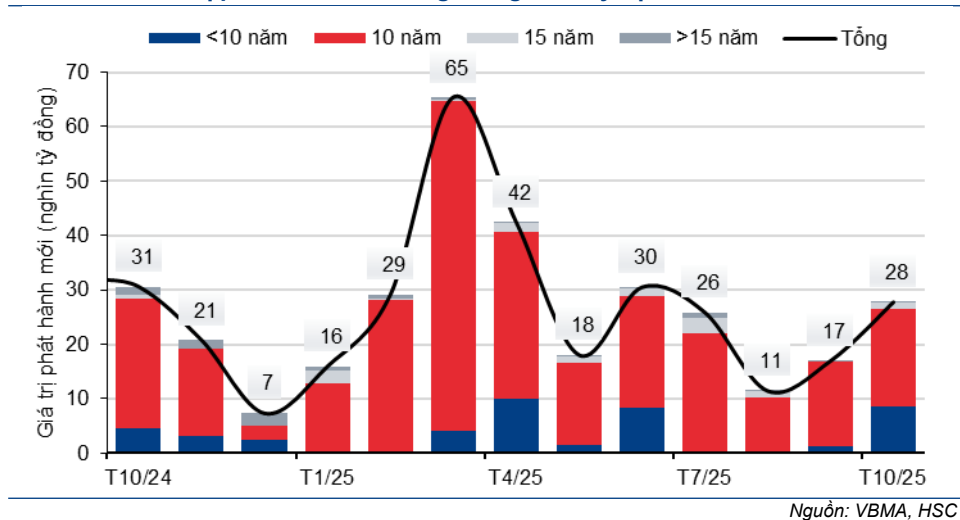
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 62% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối Q3/2025



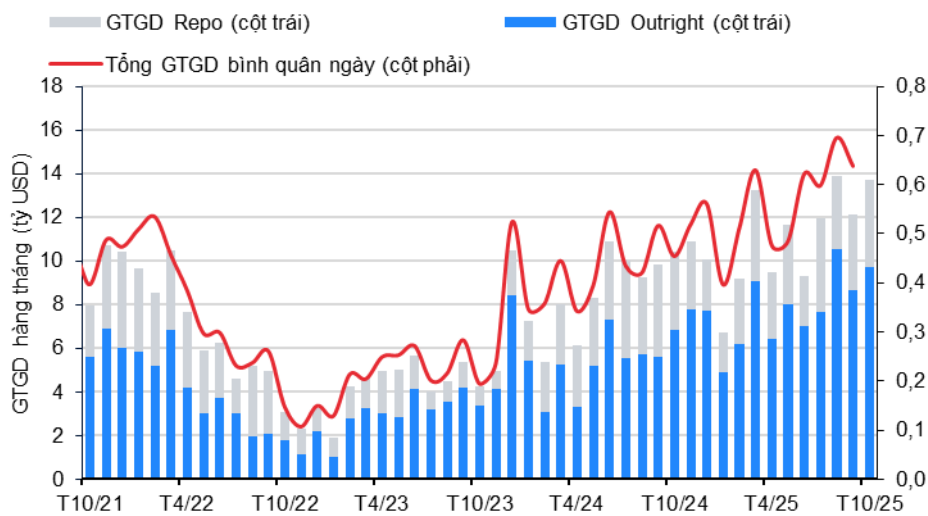
**Biểu đồ 31: Giá trị TPCP đang lưu hành theo kỳ hạn**



**Biểu đồ 32: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo kỳ hạn**

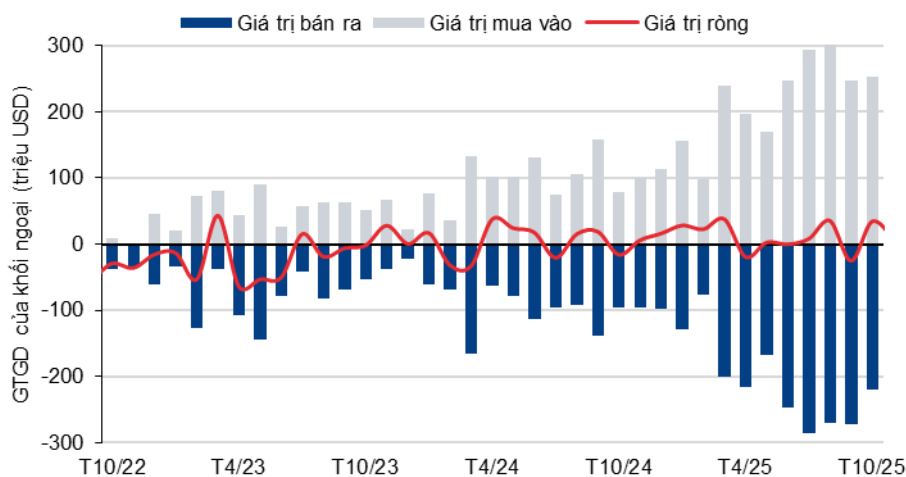


**Biểu đồ 33: Giá trị giao dịch hàng tháng & thanh khoản bình quân ngày**



Nguồn: CEIC, HSC

**Biểu đồ 34: GTGD của khối ngoại trên thị trường thứ cấp theo tháng**



Nguồn: CEIC, HSC

Bảng 35: Trái phiếu Chính phủ phát hành mới trong tháng 10

| 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) |
|----------------|--------------|----------------------------|----------------------------|------------------------------|------------------|
| 10/1/2025      | 5            | 1,000                      | 1,200                      | 1,000                        | 3.07             |
| 10/1/2025      | 10           | 8,000                      | 4,465                      | 4,065                        | 3.64             |
| 10/1/2025      | 15           | 1,500                      | 200                        | -                            | -                |
| 10/1/2025      | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 10/8/2025      | 5            | 2,000                      | 2,220                      | 1,920                        | 3.12             |
| 10/8/2025      | 10           | 9,000                      | 4,300                      | 4,000                        | 3.69             |
| 10/8/2025      | 15           | 1,500                      | 320                        | 120                          | 3.74             |
| 10/8/2025      | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 10/15/2025     | 5            | 3,000                      | 1,100                      | 400                          | 3.14             |
| 10/15/2025     | 10           | 8,000                      | 2,400                      | 800                          | 3.73             |
| 10/15/2025     | 15           | 1,500                      | 190                        | 90                           | 3.79             |
| 10/15/2025     | 30           | 500                        | 28                         | 28                           | 3.80             |
| 10/22/2025     | 5            | 4,500                      | 8,618                      | 4,500                        | 3.14             |
| 10/22/2025     | 10           | 8,000                      | 7,700                      | 4,100                        | 3.77             |
| 10/22/2025     | 15           | 1,500                      | 640                        | 540                          | 3.82             |
| 10/22/2025     | 30           | 500                        | 20                         | 20                           | 3.89             |
| 10/29/2025     | 5            | 5,000                      | 877                        | 677                          | 3.14             |
| 10/29/2025     | 10           | 9,000                      | 11,550                     | 5,150                        | 3.80             |
| 10/29/2025     | 15           | 1,500                      | 330                        | 330                          | 3.85             |
| 10/29/2025     | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 36: 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   | 3.48   | 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    |
| FDI giải ngân / FDI (%)                                               | 6.1    | 5.8    | 5.3    | 5.4    | 5.4    | 5.3    | 5.4    | 5.4    | 5.3    |
| 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    | 4.0    | 4.0    |
| 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    | 3.3    | 3.5    | 3.6    |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)                                | 3.2    | 2.0    | 2.9    | 4.8    | 2.2    | 2.8    | 4.0    | 4.2    | 4.3    |
| <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   | 20.3   | 24.9   |
| 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    | 481    | 529    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 6.7    | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 16.2   | 8.7    | 10.0   |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 264    | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 464    | 502    | 554    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 8.0    | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 14.2   | 8.2    | 10.5   |
| 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   | 28.5   | 30.3   |
| Vốn FDI cam kết (tỷ USD)                                              | 38.0   | 28.5   | 31.2   | 27.7   | 39.4   | 38.2   | 42.0   | 44.2   | 48.7   |
| <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)