

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

Thị trường TPDN tháng 11: Trầm lắng trước làn sóng đáo hạn

- Giá trị TPDN đang lưu hành tăng 11% lên 1.475 nghìn tỷ đồng trong tháng 11/2025, vượt mức cuối năm 2021. Đà tăng chủ yếu đến từ hoạt động phát hành sôi động, dù phân hóa theo ngành, tập trung chủ yếu ở khối Ngân hàng và BĐS.
- Giá trị mua lại trái phiếu vẫn ở mức cao, tăng 55% trong 11 tháng đầu năm 2025 mặc dù chững lại trong tháng 11, giúp hạ nhiệt sức ép tái cấp vốn ngắn hạn. Việc gia hạn kỳ hạn cũng khiến giá trị trái phiếu đáo hạn giảm 27% trong năm 2025, dù tháng 12 vẫn ghi nhận đỉnh đáo hạn mang tính mùa vụ ở mức 35,7 nghìn tỷ đồng.
- Thị trường thứ cấp cũng cải thiện rõ rệt, trong đó hoạt động giao dịch trái phiếu phát hành riêng lẻ hồi phục mạnh, đưa giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 22% lên 5,5 nghìn tỷ đồng.

Phát hành tháng 11 hạ nhiệt, nhưng tăng trưởng kể từ đầu năm vẫn vững chắc

Phát hành TPDN đã giảm mạnh trong tháng 11 với tổng giá trị phát hành giảm xuống 30,6 nghìn tỷ đồng, thấp nhất kể từ tháng 3, do sự suy yếu đồng thời ở cả khối ngân hàng và BĐS, cùng với việc vắng bóng các đợt phát hành ra công chúng. Mặc dù giảm tốc trong tháng, giá trị phát hành kể từ đầu năm vẫn duy trì đà tăng mạnh, đạt 522 nghìn tỷ đồng (tăng 48% so với cùng kỳ), vượt tổng phát hành cả năm 2024. Ngành Ngân hàng tiếp tục áp đảo với 67% giá trị phát hành 11 tháng đầu năm 2025, trong khi ngành BĐS phục hồi mạnh mẽ (tăng 91% so với cùng kỳ, tương đương 19% tổng giá trị phát hành). Phát hành tháng 11 tập trung vào kỳ hạn 3-5 năm với chi phí huy động nhìn chung ổn định và sát với [dự báo năm 2025](#) của chúng tôi.

Giá trị mua lại TPDN giảm trong tháng thứ 3 liên tiếp

Giá trị mua lại trái phiếu tiếp tục giảm trong tháng thứ 3 liên tiếp trong tháng 11 xuống 12,2 nghìn tỷ đồng (giảm 37% so với tháng trước), phản ánh hoạt động tối ưu hóa bảng CĐKT diễn ra chậm hơn trong giai đoạn cuối năm, dù vẫn tăng 12% so với cùng kỳ. Ngân hàng tiếp tục áp đảo trong hoạt động mua lại, chiếm 67% tổng giá trị, trong khi giá trị mua lại trái phiếu ngành BĐS tăng gần gấp đôi so với cùng kỳ. Kể từ đầu năm, tổng giá trị mua lại trái phiếu tăng 55% so với cùng kỳ đạt 271 nghìn tỷ đồng, tương đương 52% giá trị phát hành mới, cho thấy mua lại sớm vẫn là công cụ quan trọng để quản lý rủi ro tái cấp vốn.

Sức ép đáo hạn tạm thời hạ nhiệt trong tháng 11/2025 trước khi hồi phục vào cuối năm

Giá trị trái phiếu đáo hạn giảm mạnh 73% so với cùng kỳ và giảm 55% so với tháng trước trong tháng 11, giúp giảm đáng kể áp lực tái cấp vốn trong ngắn hạn. Giá trị trái phiếu đáo hạn được dự báo sẽ phục hồi trong tháng 12 lên 35,7 nghìn tỷ đồng (ngành Ngân hàng đóng góp 38% và ngành BĐS đóng góp 32%), nhưng vẫn thấp hơn thời điểm cuối năm ngoái (45 nghìn tỷ đồng). Trong năm 2025, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn được dự báo đạt 161 nghìn tỷ đồng (giảm 27% so với cùng kỳ) trong khi rủi ro tái cấp vốn được dự báo sẽ dịch chuyển sang năm 2026-2027 khi các nghĩa vụ được gia hạn đến hạn.

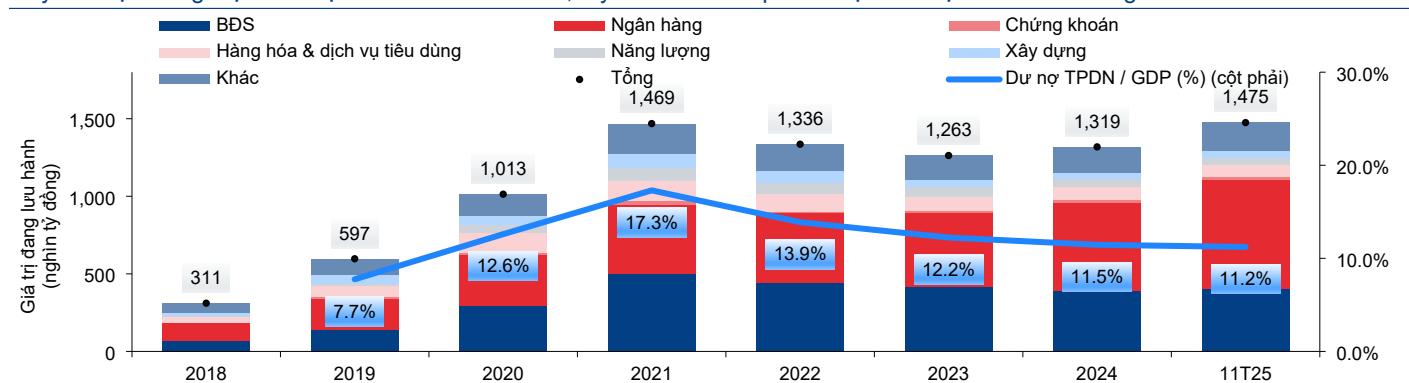
Trái phiếu có vấn đề trong tháng 11 chủ yếu là trái phiếu tái cấu trúc

Trái phiếu có vấn đề tháng 11 chủ yếu đến từ trái phiếu tái cấu trúc (8,4 nghìn tỷ đồng) trong đó trái phiếu điều chỉnh kỳ hạn đóng góp hơn một nửa giá trị. Nhóm bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất (28%), trong khi số trường hợp gia hạn mới tương đối hạn chế. Tính đến cuối tháng 11, giá trị trái phiếu có vấn đề đang lưu hành chiếm khoảng 16% tổng dư nợ thị trường, chủ yếu là trái phiếu gia hạn sang năm 2026-2027, cho thấy rủi ro vỡ nợ ngắn hạn đã hạ nhiệt nhưng dòng tiền của doanh nghiệp vẫn còn mong manh.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/12.

Biểu đồ 1: Giá trị trái phiếu doanh nghiệp lưu hành hàng năm

Quy mô thị trường hiện đã vượt mức cuối năm 2021, tuy nhiên vẫn thấp hơn mục tiêu đạt 20% GDP trong năm 2025



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/12/2025
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Cập nhật thị trường TPDN tháng 11/2025

Thị trường TPDN Việt Nam cho thấy dấu hiệu phục hồi thận trọng khi bước vào giai đoạn cuối năm. Tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành đạt 1.475 nghìn tỷ đồng (tăng 11% so với cùng kỳ), vượt năm 2021 nhưng vẫn thấp hơn mục tiêu tương đương 20% GDP năm 2025. Phát hành tháng 11 giảm 14% so với cùng kỳ xuống 30,6 nghìn tỷ đồng, chủ yếu đến từ các NHTM và doanh nghiệp BĐS lớn, trong khi phát hành đại chúng hạn chế. Giá trị trái phiếu đáo hạn giảm 73% so với cùng kỳ xuống 4,5 nghìn tỷ đồng, tuy nhiên rủi ro sẽ quay trở lại vào tháng 12 với khối lượng đáo hạn dự kiến tăng lên 35,7 nghìn tỷ đồng (cao nhất kể từ đầu năm), tập trung vào ngành Ngân hàng và BĐS. Trái phiếu có vấn đề vẫn hiện hữu nhưng phần lớn đã được tái cấu trúc, trong khi hoạt động mua lại và gia hạn giúp giảm bớt sức ép thanh toán. Nhìn chung, thị trường đang cân bằng giữa sự phục hồi và những thách thức tái cấp vốn.

Thị trường hồi phục nhưng chênh lệch cấu trúc vẫn hiện hữu

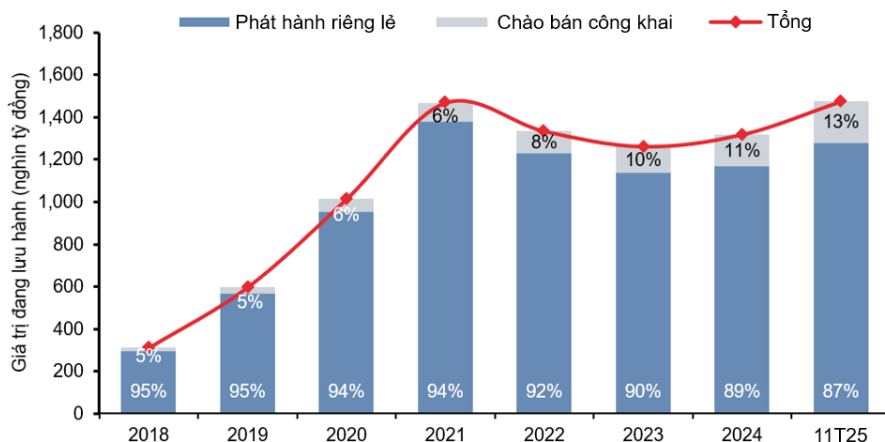
Thị trường TPDN đang bước vào tháng cuối năm với những dấu hiệu phục hồi ngày càng rõ ràng. Giá trị trái phiếu đang lưu hành đã tăng trong tháng thứ 2 liên tiếp đạt 1.475 nghìn tỷ đồng, tăng 11% so với cùng kỳ và tăng 3% so với tháng trước, tương đương 11,2% GDP dự phóng năm 2025. Giá trị trái phiếu đang lưu hành tính đến cuối tháng 11 đã vượt thời điểm cuối năm 2024 (1.469 nghìn tỷ đồng) và hiện chỉ thấp hơn khoảng 4% so với mức đỉnh tại thời điểm giữa năm 2021. Tuy nhiên, giá trị thị trường vẫn còn cách xa mục tiêu giá trị thị trường TPDN tương đương 20% GDP tại thời điểm cuối năm của Chính phủ, đặc biệt là với mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng của Chính phủ trong năm nay (8,3%-8,5%).

Động lực tăng trưởng của thị trường trong tháng 11 tiếp tục đến từ giá trị phát hành mới lớn hơn giá trị đáo hạn & mua lại, trong đó phát hành tập trung chủ yếu vào ngành Ngân hàng và BĐS.

Xét về cấu trúc, thị trường vẫn tập trung vào phát hành riêng lẻ, mặc dù giá trị trái phiếu phát hành đại chúng đã tăng 32% so với cùng kỳ, đạt gần 196 nghìn tỷ đồng tính đến tháng 11 (Biểu đồ 2). Việc áp dụng xếp hạng tín dụng bắt buộc đối với phát hành đại chúng, có hiệu lực từ tháng 9/2025 theo [Thông tư 245/2025/NĐ-CP](#), đã khiến hầu hết các tổ chức phát hành thận trọng hơn khi tiếp cận thị trường đại chúng, ngoại trừ các NHTM và các doanh nghiệp lớn có hồ sơ tín dụng ổn định và vững chắc. Tuy nhiên, trong trung hạn, sự chuyển dịch dần sang chào bán công khai là một triển vọng tích cực và có thể nâng cao chất lượng thị trường tổng thể bằng cách chuyển hướng nguồn vốn vào các tổ chức phát hành có bảng CĐKT lành mạnh và dòng tiền để dự đoán hơn, từ đó giảm thiểu nguy cơ mất khả năng thanh toán trên toàn hệ thống như năm 2022. Ngoài ra, các quy định sắp tới hạn chế NĐT cá nhân tham gia vào thị trường phát hành riêng lẻ theo [Luật 56/2024/QH15 \(sửa đổi Luật Chứng khoán năm 2019 và 8 luật khác\)](#), có hiệu lực từ đầu năm 2026, sẽ tiếp tục củng cố vai trò của phân khúc phát hành đại chúng.

Biểu đồ 2: Giá trị TPDN lưu hành hàng tháng: phát hành riêng lẻ so với chào bán công khai

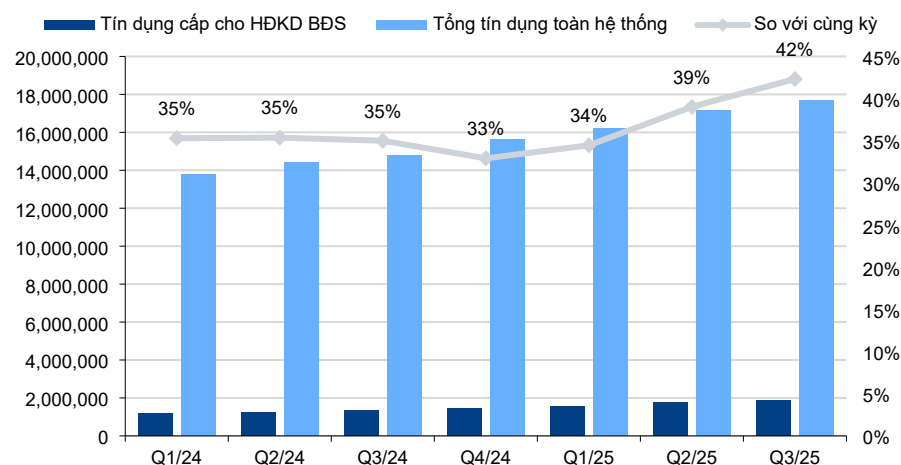
Giá trị trái phiếu chào bán công khai tiếp tục tăng, chiếm 13% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành và tăng 32% so với cùng kỳ trong tháng 11



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 3: Tín dụng cấp cho hoạt động kinh doanh BĐS, hệ thống ngân hàng

Dòng tín dụng vào lĩnh vực kinh doanh BĐS tăng mạnh trong Q3/2025, khiến dư địa cho vay còn lại về cuối năm khá hạn chế



Nguồn: Bộ Xây dựng, NHNN, HSC

Các NHTM tiếp tục là động lực phát hành chính, tận dụng thị trường TPDN như một nguồn cung cấp vốn quan trọng trong trung và dài hạn. Kỳ hạn bình quân vẫn tập trung trong khoảng 5-7 năm, phù hợp với mục tiêu của các ngân hàng là tăng cường dự trữ vốn theo hiệp ước Basel II/III, nâng cao hệ số CAR và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng.

Trong khi đó, ngành BĐS đã dần đang từng bước khôi phục vị thế trên thị trường TPDN sau giai đoạn suy thoái năm 2022. Tính đến cuối Q3/2025, dư nợ tín dụng cho hoạt động kinh doanh BĐS đạt gần 1,9 tỷ đồng, tương đương 11% tổng dư nợ tín dụng hệ thống và tăng 42% so với cùng kỳ trong Q3/2025 (Biểu đồ 3). Khi dư địa tín dụng ngân hàng ngày càng thu hẹp về cuối năm, trái phiếu doanh nghiệp một lần nữa trở thành kênh huy động vốn bổ trợ quan trọng cho các doanh nghiệp BĐS.

Một đặc điểm tích cực quan trọng của chu kỳ phục hồi hiện tại là sự cải thiện rõ rệt về chất lượng của các doanh nghiệp phát hành. Hoạt động phát hành trái phiếu chủ yếu do các doanh nghiệp lớn như VHM, các đơn vị liên kết trong hệ sinh thái VHM-VIC và các doanh nghiệp phát hành liên quan đến Tập đoàn Masterise. Các doanh nghiệp này thường có vị thế tài chính vững mạnh hơn, bảng CĐKT lành mạnh hơn và tầm nhìn rõ ràng hơn về dòng tiền từ các dự án, điều này giúp củng cố niềm tin của NĐT. Mặc dù lợi suất của những doanh nghiệp này vẫn thuộc nhóm cao nhất trên thị trường

nhưng uy tín và sức mạnh tài chính đã được khẳng định đã giúp những doanh nghiệp này tiếp tục huy động thành công. Ngược lại, các doanh nghiệp BĐS quy mô nhỏ hơn xuất hiện rất hạn chế, phản ánh cả khó khăn tài chính lẫn tâm lý thận trọng kéo dài của nhà đầu tư sau cú sốc thị trường năm 2022 (Mời xem Biểu đồ 19 trong phần Phụ lục).

Phát hành tháng 11 hạ nhiệt, tăng trưởng kể từ đầu năm vẫn vững chắc

Phát hành tháng 11 giảm tốc rõ rệt với tổng giá trị phát hành giảm xuống 30,6 nghìn tỷ đồng, giảm 14% so với cùng kỳ và giảm 54% so với tháng trước, thấp nhất kể từ tháng 3. Đáng chú ý, không có đợt chào bán đại chúng nào diễn ra trong tháng, tất cả trái phiếu mới đều được phát hành riêng lẻ. Tuy nhiên, sự giảm tốc ngắn hạn này không làm suy yếu xu hướng tích cực tính từ đầu năm. Lũy kế 11 tháng, tổng giá trị phát hành đạt 522 nghìn tỷ đồng, tăng 48% so với cùng kỳ và vượt tổng giá trị phát hành cả năm 2024 (471 nghìn tỷ đồng). Ngành Ngân hàng tiếp tục là động lực tăng trưởng chính với giá trị phát hành tăng 27% so với cùng kỳ, tương đương 67% tổng giá trị phát hành, trong khi ngành BĐS phục hồi mạnh mẽ với giá trị phát hành tăng 91% so với cùng kỳ, đóng góp 19% tổng giá trị phát hành (Biểu đồ 4) (Mời xem Biểu đồ 20 trong phần Phụ lục).

Sự chững lại trong tháng 11 diễn ra đồng thời ở cả hai nhóm phát hành chính. Phát hành ngành Ngân hàng giảm xuống 14,6 nghìn tỷ đồng, giảm 41% so với cùng kỳ và giảm 50% so với tháng trước, song vẫn chiếm gần một nửa tổng phát hành trong tháng. Phát hành ngành BĐS, mặc dù tăng đáng kể so với cùng kỳ, đã giảm mạnh 66% so với tháng trước xuống 11,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 37% tổng giá trị phát hành tháng 11.

Trong ngành Ngân hàng, VIB hoàn tất một đợt phát hành duy nhất trị giá 3 nghìn tỷ đồng kỳ hạn 3 năm với lãi suất 6,4%; OCB huy động được 2,5 nghìn tỷ đồng kỳ hạn 2-3 năm với lãi suất 6,5-6,6% và BID phát hành gần 2 nghìn tỷ đồng kỳ hạn 2-15 năm với lãi suất 6-6,6%.

Ở lĩnh vực BĐS, Công ty Xây dựng Thái Sơn (liên quan đến VHM) dẫn đầu với 4 nghìn tỷ đồng (lãi suất 12,5% tại thời điểm phát hành, kỳ hạn 2 năm). Công ty này trước đây đã tham gia phát triển dự án Vinhomes Smart City trước khi chuyển nhượng một phần dự án cho các đối tác chiến lược. Ngoài ra, một số tổ chức phát hành liên kết với hệ sinh thái của Tập đoàn ROX, đồng thời là cổ đông lớn của CTCK Stanley Brothers (mã chứng khoán: VUA), cũng hoạt động tích cực trong tháng. [CTCP Đầu tư & Phát triển Hạ tầng Nam Quang](#) (sở hữu 24,63% cổ phần VUA) phát hành 2,5 nghìn tỷ đồng kỳ hạn 7-9 năm với lãi suất 9-9,1%, trong khi [Công ty TNHH VIPICO](#) (cũng sở hữu 18,3%) huy động 2,3 nghìn tỷ đồng với lãi suất 9,3% kỳ hạn 8 năm. [Công ty May - Diêm Sài Gòn](#), cổ đông chính là TNR Holdings thuộc Tập đoàn ROX, phát hành 1,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 9 năm với lãi suất 9%.

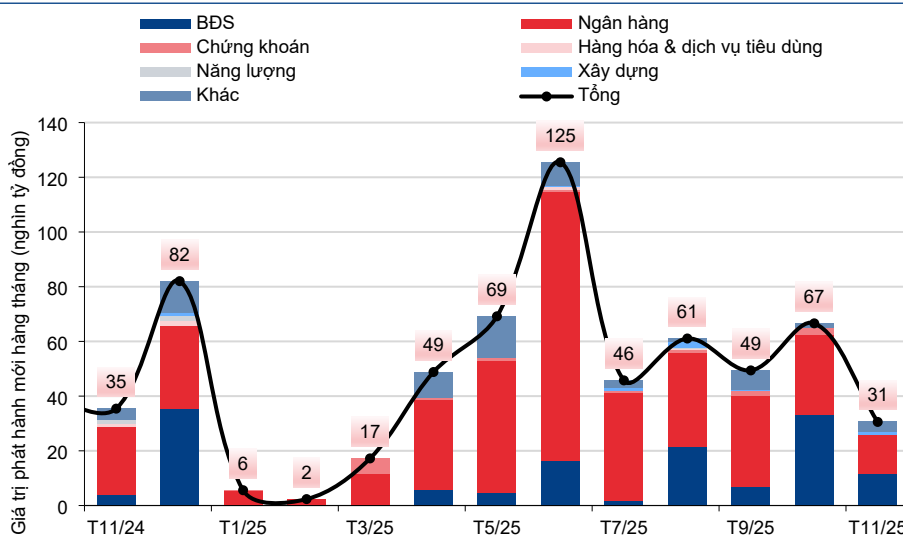
Trong 11 tháng đầu năm 2025, TCB, ACB và OCB tiếp tục phát hành tích cực nhất với tổng giá trị phát hành đạt lần lượt 46,3 nghìn tỷ đồng, 36,5 nghìn tỷ đồng và 35,2 nghìn tỷ đồng. Trong ngành BĐS, VHM dẫn đầu với 15 nghìn tỷ đồng, tiếp theo là Công ty BĐS Trường Minh (trước đây thuộc hệ sinh thái VHM) với 10 nghìn tỷ đồng và CTCP Thời Đại Mới T&T (liên quan đến Tập đoàn Masterise) với 8 nghìn tỷ đồng.

Trên thị trường quốc tế, một giao dịch được ghi nhận trong tháng, [VIC phát hành thành công 325 triệu USD](#) trái phiếu không đảm bảo, không chuyển đổi kỳ hạn 5 năm với lãi suất 5,5%, bao gồm cả quyền chọn mua cổ phần Vinpearl. Trái phiếu được niêm yết trên sàn MTF Vienna. Trong nước, VIC tiếp tục khai thác thị trường phát hành riêng lẻ, huy động thêm 1 nghìn tỷ đồng thông qua trái phiếu kỳ hạn 3 năm với lãi suất 12% để hỗ trợ tái cấp vốn. Tổng cộng, VIC đã phát hành 25 nghìn tỷ đồng trái phiếu phát hành riêng lẻ trong 11 tháng đầu năm, chủ yếu là kỳ hạn 2-3 năm và mức lãi suất nằm trong nhóm cao nhất trên thị trường trong nước (11-12,5%).

Thời gian tới, [BAF](#) dự kiến phát hành 1 nghìn tỷ đồng trái phiếu không đảm bảo, không chuyển đổi kỳ hạn 3 năm với lãi suất cố định 10%, trong khi [BID](#) đang chuẩn bị phát hành 9 nghìn tỷ đồng trái phiếu trong Q4/2025 với kỳ hạn tối thiểu 5 năm, kết hợp lãi suất cố định và thả nổi để củng cố nền tảng huy động vốn dài hạn.

Biểu đồ 4: Giá trị trái phiếu phát hành hàng tháng theo ngành

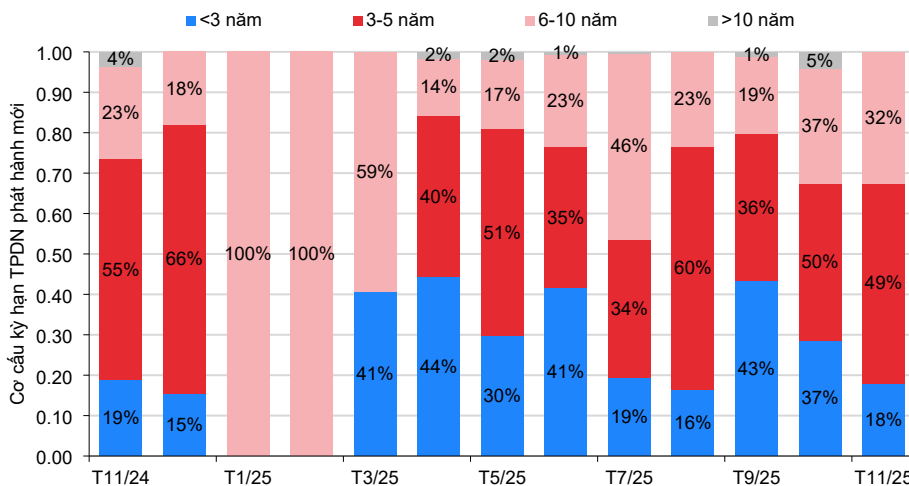
Mặc dù hoạt động phát hành trong tháng 11 giảm xuống mức thấp nhất kể từ tháng 3 nhưng tổng giá trị phát hành lũy kế từ đầu năm vẫn duy trì tích cực, và đã vượt tổng mức phát hành của cả năm 2024



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/11/2025
Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 5: Cơ cấu kỳ hạn TPDN phát hành mới hàng tháng

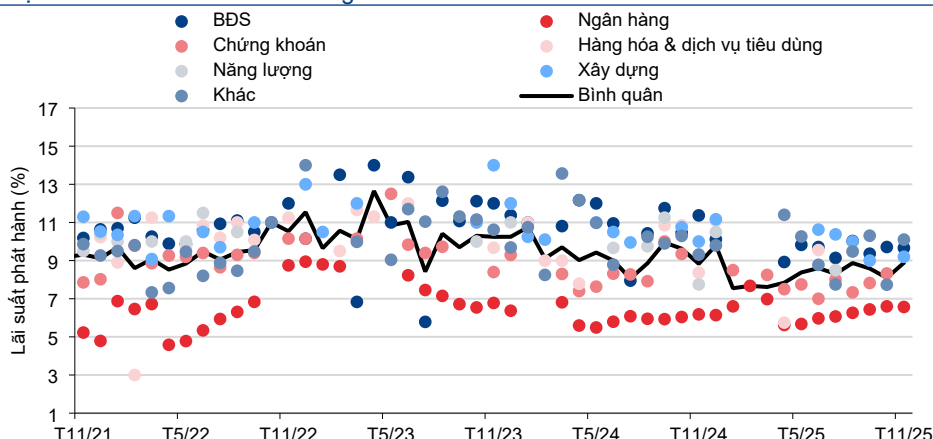
Kỳ hạn phát hành bình quân trong tháng 11 vẫn chủ yếu là nhóm 3-5 năm



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 6: Lãi suất phát hành bình quân hàng tháng theo ngành

Trong tháng 11, lợi suất phát hành bình quân của nhóm ngân hàng và bất động sản giảm nhẹ 3-5 điểm cơ bản so với tháng trước



Ghi chú: Ghi chú: Trái phiếu không lãi suất & trái phiếu chuyển đổi không được tính lãi suất bình quân
Nguồn: HNX, HSC

Xét theo cơ cấu kỳ hạn, phát hành tháng 11 vẫn tập trung vào kỳ hạn 3-5 năm, tương đương khoảng một nửa tổng lượng phát hành, trong đó kỳ hạn 3 năm đóng góp 39%, tiếp theo là kỳ hạn 2 năm đóng góp 18% và kỳ hạn 8 năm đóng góp 16%. Lãi suất phát hành bình quân ở cả 2 lĩnh vực này trong tháng 11 đã giảm nhẹ 3-5 điểm cơ bản so với tháng trước, giúp lợi suất bình quân 11 tháng đầu năm 2025 giảm xuống lần lượt 9,7% và 6,1%, sát với dự báo của chúng tôi (Biểu đồ 5-6) (Mời xem: báo cáo chiến lược của chúng tôi [Triển vọng thị trường TPDN năm 2026-2027: Bước vào chương phát triển mới](#), ngày 1/12/2025).

Giá trị mua lại TPDN giảm trong tháng thứ 3 liên tiếp

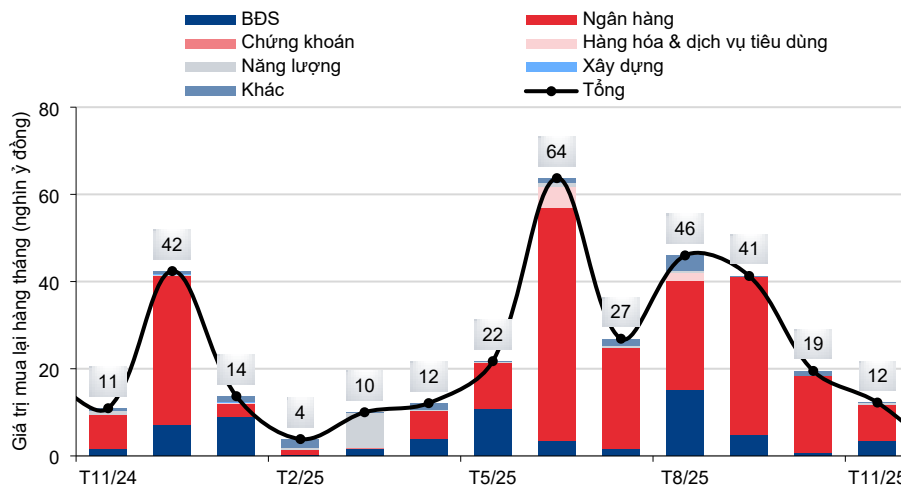
Giá trị mua lại trái phiếu TPDN tháng 11 tiếp tục giảm xuống 12,2 nghìn tỷ đồng, đánh dấu tháng giảm thứ 3 liên tiếp (Biểu đồ 7). Mặc dù giá trị mua lại vẫn tăng 12% so với cùng kỳ nhưng giảm mạnh 37% so với tháng trước, điều này cho thấy hoạt động tối ưu hóa bằng CDKT đang chậm lại khi tiến gần thời điểm cuối năm. Các ngân hàng tiếp tục áp đảo với 67% giá trị mua lại ở mức 8,2 nghìn tỷ đồng (tăng 6% so với cùng kỳ nhưng giảm 53% so với tháng trước). Ngành BĐS đã mua lại 3,5 nghìn tỷ đồng, gần gấp đôi so với cùng kỳ.

Trong nhóm ngân hàng, ABB, BAB và VIB là các tổ chức mua lại tích cực nhất trong tháng, với giá trị mua lại trái phiếu lần lượt ở mức 2 nghìn tỷ đồng, 2 nghìn tỷ đồng và 1,2 nghìn tỷ đồng. Trong ngành BĐS, BIM Land nổi bật với tổng giá trị mua lại là 2,3 nghìn tỷ đồng.

Trong 11 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị trái phiếu mua lại tăng 55% so với cùng kỳ đạt 271 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 52% giá trị phát hành mới. Ngành Ngân hàng đóng góp gần 70% (tăng 47% so với cùng kỳ). Điều này cho thấy việc sử dụng mua lại trước hạn vẫn là công cụ quan trọng để quản trị nguồn vốn và cấu trúc nợ (Biểu đồ 8). Giá trị mua lại ngành BĐS tăng hơn gấp đôi lên 55,4 nghìn tỷ đồng, tương đương khoảng 20% tổng giá trị mua lại, cho thấy những nỗ lực nhằm hạn chế rủi ro tái cấp vốn trong bối cảnh dòng tiền phục hồi không đồng đều.

Biểu đồ 7: Giá trị trái phiếu mua lại hàng tháng theo ngành

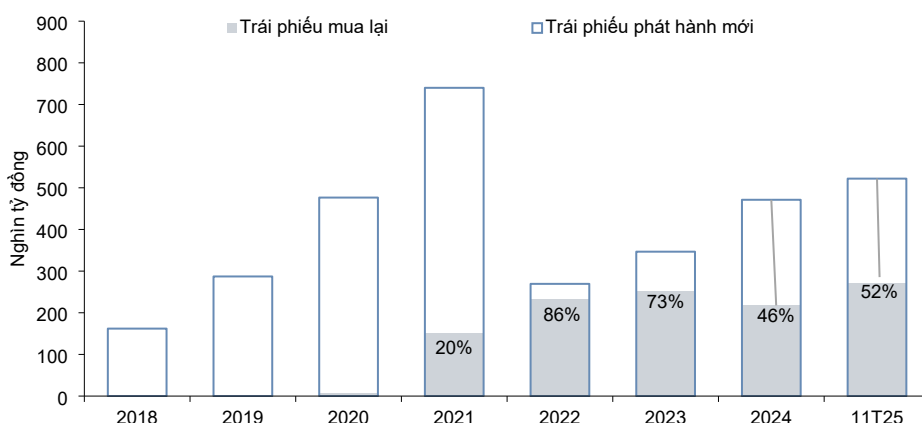
Tổng giá trị trái phiếu mua lại giảm tháng thứ 3 liên tiếp, trong đó các ngân hàng chiếm tỷ trọng 67% tổng giá trị mua lại trong tháng 11



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 8: Giá trị trái phiếu Mua lại & phát hành mới

Giá trị trái phiếu mua lại kể từ đầu năm đã vượt mức năm 2024 và bằng 52% tổng giá trị phát hành mới



Nguồn: HNX, HSC

Sức ép đáo hạn tạm thời hạ nhiệt trong tháng 11/2025 trước khi hồi phục vào cuối năm

Áp lực đáo hạn hạ nhiệt trong tháng 11 với giá trị trái phiếu đáo hạn giảm xuống 4,5 nghìn tỷ đồng, giảm 73% so với cùng kỳ và giảm 55% so với tháng trước, mức thấp nhất trong 8 tháng vừa qua. Cơ cấu đáo hạn vẫn tập trung mạnh ở ngành BDS với gần 60% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn, chủ yếu do khoản đáo hạn lớn của VHM 2 nghìn tỷ đồng. TCX đóng góp 500 tỷ đồng trái phiếu đáo hạn trong tháng. Nhìn chung, lịch đáo hạn nhẹ trong tháng 11 đã tạo điều kiện thuận lợi cho các tổ chức phát hành và giảm thiểu áp lực tái cấp vốn trong ngắn hạn (Biểu đồ 9).

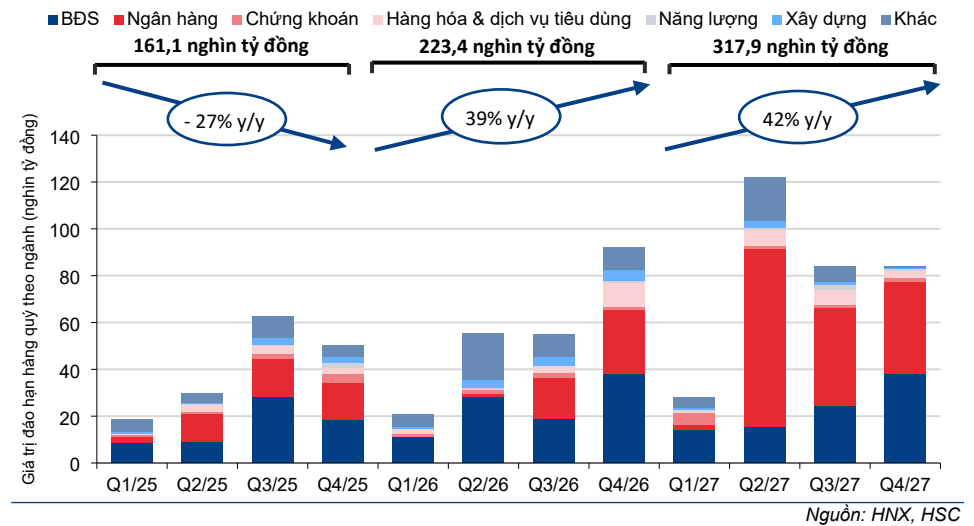
Tuy nhiên, áp lực đáo hạn nhiều khả năng sẽ tăng mạnh trở lại trong tháng 12 với tổng giá trị trái phiếu đáo hạn ước tính đạt 35,7 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất kể từ đầu năm và phản ánh hiệu ứng mùa vụ trong giai đoạn cuối năm (Biểu đồ 10) (Mời xem Biểu đồ 21 trong phần Phụ lục). Các NHTM ước tính đóng góp 38% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn trong khi ngành BDS đóng góp 32%, cho thấy sức ép đáo hạn tập trung vào hai ngành trọng điểm này trong giai đoạn cuối năm. Tuy nhiên, giá trị trái phiếu đáo hạn tháng 12 vẫn thấp hơn so với cùng kỳ (45,4 nghìn tỷ đồng), cho thấy áp lực tái cấp vốn cuối năm 2025 đã giảm bớt so với năm 2024.

Tổng quan cả năm 2025, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn năm 2025 ước tính đạt 161 nghìn tỷ đồng, giảm 27% so với cùng kỳ, do hoạt động gia hạn trái phiếu & tái cấu trúc

nợ mạnh mẽ trong 2 năm qua, từ đó giảm bớt sức ép thanh toán & áp lực thanh khoản ngắn hạn, cùng với việc đẩy mạnh mua lại trái phiếu kể từ đầu năm (như đã phân tích trước đó). Tuy nhiên, sức ép tạm thời hạ nhiệt sẽ đánh đổi với việc áp lực thanh toán sẽ chuyển sang trung hạn. Giá trị trái phiếu đáo hạn năm 2026 dự báo tăng 24%, trong khi giá trị trái phiếu đáo hạn năm 2027 dự báo tăng mạnh 44%, cho thấy rủi ro tái cấp vốn đang tích tụ ở các năm sau. Do nhu cầu tái cấp vốn vẫn ở mức cao và khả năng chấp nhận rủi ro của NĐT chọn lọc hơn, mức độ bền vững của giai đoạn ổn định hiện tại sẽ phụ thuộc vào khả năng tạo ra dòng tiền và tiếp cận nguồn vốn của các tổ chức phát hành trước chu kỳ đáo hạn sắp tới.

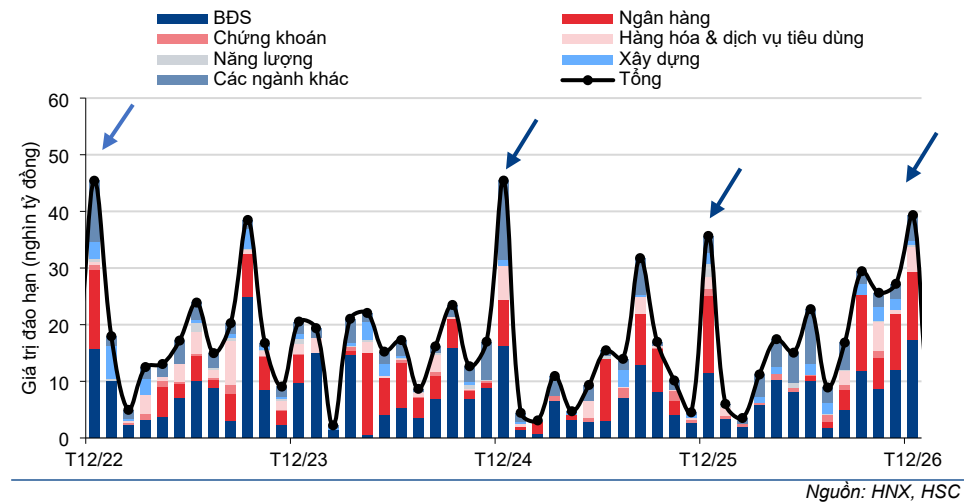
Biểu đồ 9: Giá trị đáo hạn hàng quý theo ngành

Áp lực đáo hạn đã hạ nhiệt trong năm 2025 nhờ việc gia hạn kỳ hạn, nhưng đồng thời đẩy áp lực sang năm 2026-2027



Biểu đồ 10: Giá trị đáo hạn hàng tháng theo ngành

Thông thường, tháng 12 là giai đoạn cao điểm đáo hạn trái phiếu trong năm; giá trị trái phiếu đáo hạn trong tháng 12/2025 được dự báo đạt 35 nghìn tỷ đồng, giảm 22% so với cùng kỳ



Trái phiếu có vấn đề trong tháng 11 chủ yếu là trái phiếu tái cấu trúc

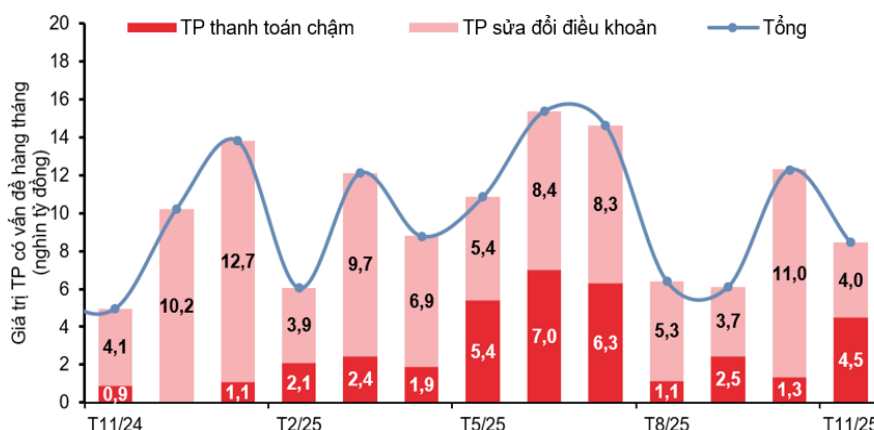
Giá trị trái phiếu có vấn đề tháng 11 đạt 8,4 nghìn tỷ đồng, tăng 67% so với cùng kỳ nhưng giảm 56% so với tháng trước, trong đó trái phiếu điều chỉnh điều khoản chiếm ưu thế với 54% tổng giá trị (Biểu đồ 11-12). Cơ cấu theo ngành, ngành BDS vẫn là đóng góp nhiều nhất với 28% tổng giá trị, tiếp theo là năng lượng với 16%, phản ánh sức ép thanh khoản vẫn tập trung ở những ngành thâm dụng vốn (Biểu đồ 13).

Đối với trái phiếu chậm thanh toán, ba tổ chức phát hành chậm thanh toán dư nợ gốc và/hoặc lãi trong tháng 11. Cụ thể, [CTCP Đầu tư & Dịch vụ Helios](#) (liên kết với BCG) & [CTCP BĐS Phương Đông](#) chậm thanh toán lãi lần lượt 81 tỷ đồng và 52,2 tỷ đồng đối với những lô trái phiếu có mệnh giá lần lượt 3 nghìn tỷ đồng và 900 tỷ đồng. Tương tự, [công ty BĐS Unity](#) không thanh toán được 230 tỷ đồng tiền nợ gốc đối với lô trái phiếu trị giá 584 tỷ đồng, phản ánh những khó khăn về nguồn vốn, và hiện đang đàm phán với các chủ sở hữu trái phiếu để mua lại toàn bộ trái phiếu trước tháng 11/2025.

Hoạt động tái cơ cấu trong tháng tương đối hạn chế, với chỉ một trường hợp gia hạn kỳ hạn: [Tập đoàn Khang Minh](#) gia hạn trái phiếu trị giá 45 tỷ đồng sang tháng 9/2026. Các điều chỉnh khác chủ yếu liên quan đến lãi suất & tài sản đảm bảo, cho thấy các cuộc đàm phán tiếp tục giữa các tổ chức phát hành và NGT nhằm giảm bớt sức ép trả nợ ngắn hạn trong bối cảnh dòng tiền vẫn yếu.

Biểu đồ 11: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng tháng theo loại

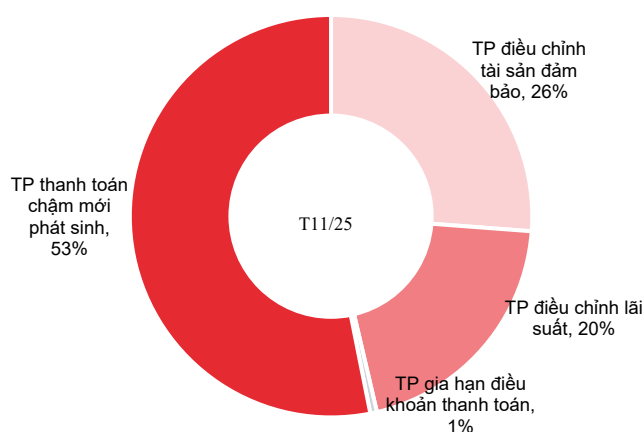
Giá trị trái phiếu có vấn đề trong tháng 11 là 8,4 nghìn tỷ đồng, tăng 67% so với cùng kỳ nhưng giảm 56% so với tháng trước



Ghi chú: Giá trị trái phiếu có vấn đề của chúng tôi được tính dựa trên tổng dư nợ trái phiếu tại thời điểm phát sinh vi phạm nghĩa vụ thanh toán, thay vì chỉ tính riêng phần gốc và/hoặc lãi đến hạn nhưng chưa thanh toán
Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 12: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề theo loại

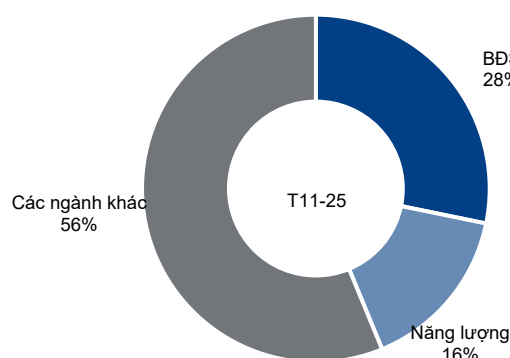
Trong tháng 11, trái phiếu chậm thanh toán chiếm khoảng một nửa tổng giá trị trái phiếu có vấn đề, trong khi lượng trái phiếu gia hạn kỳ hạn giảm mạnh



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 13: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề theo ngành

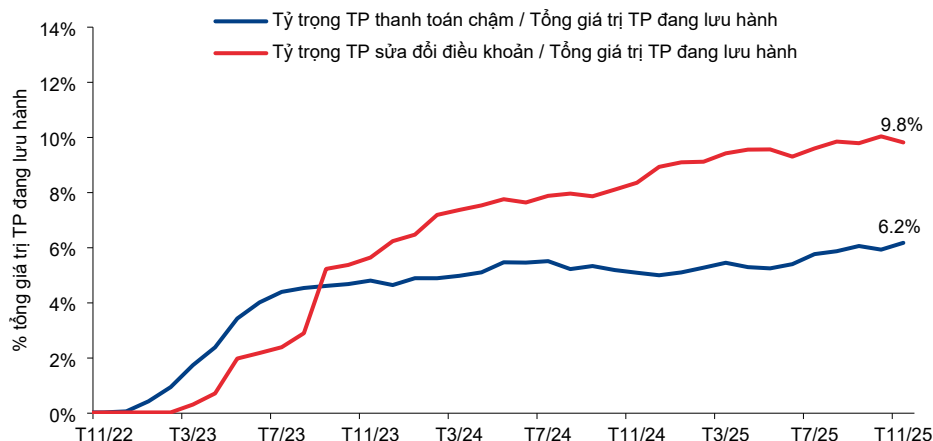
Ngành bất động sản tiếp tục là nhóm có tỷ trọng lớn nhất trong lượng trái phiếu có vấn đề (chiếm 28%), theo sau là ngành năng lượng với tỷ trọng 16%



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 14: Giá trị đang lưu hành của trái phiếu có vấn đề*

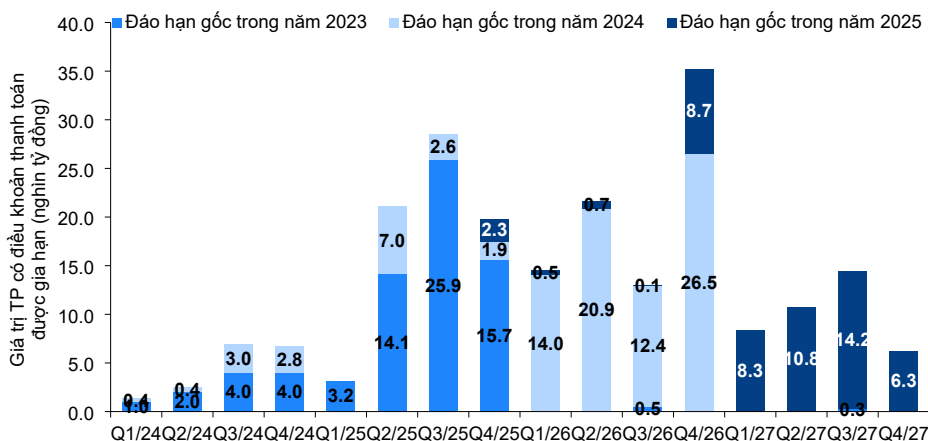
Giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm khoảng 16% tổng giá trị trái phiếu lưu hành



Ghi chú: Trái phiếu có vấn đề = Giá trị còn lại của trái phiếu thanh toán chậm + sửa đổi điều khoản.
Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 15: Lịch đáo hạn trái phiếu có điều khoản thanh toán được gia hạn

Khoảng 31% lượng trái phiếu có thời gian đáo hạn gốc trong năm 2025 đã được gia hạn sang năm 2026–2027, từ đó đẩy áp lực đáo hạn sang trung hạn



Nguồn: HNX, HSC

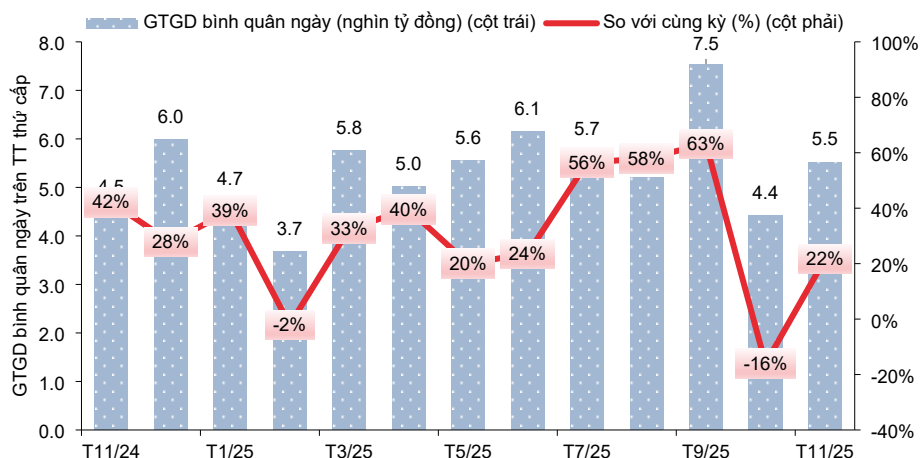
Tính đến cuối tháng 11/2025, trái phiếu có vấn đề chiếm khoảng 16% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, bao gồm 6,2% trái phiếu chậm thanh toán và 9,8% trái phiếu tái cấu trúc. Đáng chú ý, khoảng 49,6 nghìn tỷ đồng TPDN, tương đương 31% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn ban đầu trong năm 2025, đã được gia hạn sang năm 2026-2027. Điều này cho thấy mặc dù rủi ro mất khả năng thanh toán đã hạ nhiệt trong ngắn hạn nhưng dòng tiền hồi phục không đồng đều vẫn tiếp tục khiến các tổ chức phát hành phụ thuộc vào việc gia hạn trái phiếu (Biểu đồ 14-15).

Thanh khoản trái phiếu phát hành riêng lẻ hồi phục diện rộng trên thị trường thứ cấp

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp đối với trái phiếu phát hành riêng lẻ đã phục hồi đáng kể trong tháng 11 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 22% so với cùng kỳ và tăng 25% so với tháng trước đạt 5,5 nghìn tỷ đồng, sau khi chững lại trong tháng trước. Từ đó, tổng giá trị giao dịch hàng tháng tăng lên 110,5 nghìn tỷ đồng, tăng 16% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước, cho thấy sự tham gia của NĐT và giao dịch trên thị trường cải thiện. Đầu tư và Du lịch Sài Gòn - Lâm Đồng, BĐS Trường Minh, VIB và CTCP xây dựng & khai thác khoáng sản Thái Sơn là những tổ chức phát hành có giá trị trái phiếu được giao dịch nhiều nhất trong tháng (Biểu đồ 16-17).

Biểu đồ 16: GTGD bình quân ngày trên sàn giao dịch TPDN HNX

Sau khi chững lại trong tháng trước, thanh khoản bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đã phục hồi lại mức 5,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 11, tăng 22% so với cùng kỳ



Nguồn: HNX, HSC

Bảng 17: Trái phiếu doanh nghiệp giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX trong tháng 11

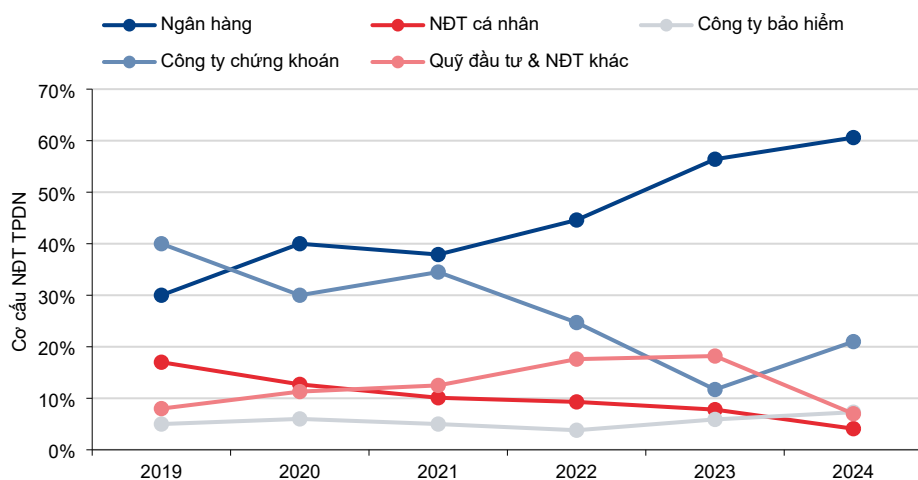
Hoạt động giao dịch trên thị trường trái phiếu thứ cấp chủ yếu tập trung vào các trái phiếu do doanh nghiệp bất động sản và ngân hàng phát hành

STT	Tổ chức phát hành	Mã CK	Ngành	GTGD (nghìn tỷ đồng)
1	CTCP Đầu tư & Du lịch Sài Gòn – Lâm Đồng	SLT12301	BĐS	4.26
2	Công ty TNHH Đầu tư & Phát triển BĐS Trường Minh	TRM12503	BĐS	3.85
3	VIB	VIB12505	Ngân hàng	3.63
4	CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn	TSO12501	BĐS	3.53
5	CTCP Thái Sơn – Long An	TSL12102	BĐS	5.53
6	ACB	ACB12501	Ngân hàng	3.09
7	MBB	MBB12508	Ngân hàng	3.05
8	VIB	VIB12504	Ngân hàng	3.03
9	VFS	VIF12402	Sản xuất	2.84
10	Công ty TNHH Hưng Phát Invest Hà Nội	IHP12501	BĐS	2.68

Nguồn: HNX, HSC

Phụ lục

Biểu đồ 18: Cơ cấu NĐT trái phiếu doanh nghiệp trên thị trường sơ cấp



Nguồn: Bộ Tài chính, VIS Rating, HSC

Bảng 19: Giá trị phát hành cao nhất (tỷ đồng) trong 11 tháng đầu năm 2025

Tổ chức phát hành	Ngành	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	Tổng
TCB	Ngân hàng				13,500	7,000	16,500			4,000	5,000	250	46,250
ACB	Ngân hàng			1,500	2,300	500	24,850	1,000	2,000	3,000	1,300		36,450
OCB	Ngân hàng				3,000	5,500	5,400	5,300	7,900	3,000	2,600	2,500	35,200
MBB	Ngân hàng			2,225	100	650	14,750	2,650	2,750	6,745			29,870
VPB	Ngân hàng					10,000	7,500	3,600	500	2,800		1,000	25,400
VIC	Đa ngành				9,000	8,000	1,000			6,000		1,000	25,000
BID	Ngân hàng					11,154	6,681	2,150		1,385	960	1,958	24,288
Agribank	Ngân hàng						4,950	17,520					22,470
CTG	Ngân hàng	4,000			6,500	600	5,250						16,350
LPB	Ngân hàng			3,000					4,500	2,700	5,850		16,050
TPB	Ngân hàng					3,853	4,384		2,132	805	2,891	984	15,049
VHM	BDS								15,000				15,000
HDB	Ngân hàng			5,000					4,532	1,000	2,500	1,800	14,832
VIB	Ngân hàng								2,200	4,425	4,575	3,000	14,200
MSB	Ngân hàng				4,000	2,000	2,000	1,680			2,500	1,000	13,180

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 20: Giá trị phát hành cao nhất (tỷ đồng) trong 11 tháng đầu năm 2025

Ngày phát hành	Tổ chức phát hành	Mã TP	Ngành	Phương thức phát hành	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn (năm)	Lãi suất phát hành (%/năm)
11/3/2025	CTCP May – Diêm Sài Gòn	MSG32506	BDS	Phát hành riêng lẻ	470	9	9.00
11/3/2025	TPB	TPB12540	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	408	10	7.28
11/4/2025	Công ty TNHH MTV VIPICO	VIO32501	BDS	Phát hành riêng lẻ	500	8	9.30
11/5/2025	OCB	OCB12528	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	2	6.50
11/5/2025	TCB	TCB12522	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	250	3	5.90
11/7/2025	CTCP Đầu tư & Phát triển hạ tầng Nam Quang	TNQ32502	BDS	Phát hành riêng lẻ	500	9	9.10
11/7/2025	Tasco Auto	TAU12502	Sản xuất	Phát hành riêng lẻ	145	4	10.00
11/10/2025	BCM	BCM12503	BDS	Phát hành riêng lẻ	660	3	10.30
11/11/2025	TPB	TPB12541	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	59	10	7.38
11/12/2025	VPB	VPB12514	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.20
11/13/2025	MSB	MSB12510	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	5.20
11/13/2025	BAB	BAB12508	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	800	3	6.70
11/14/2025	Công ty TNHH MTV VIPICO	VIO32502	BDS	Phát hành riêng lẻ	1,000	8	9.30
11/14/2025	TPB	TPB12543	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	7	6.68
11/15/2025	CTCP Đầu tư & Phát triển hạ tầng Nam Quang	TNQ32503	BDS	Phát hành riêng lẻ	1,000	8	9.00
11/17/2025	VIB	VIB12507	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	3,000	3	6.40
11/17/2025	CTCP Kinh doanh F88	F8812508	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	100	1	9.00
11/18/2025	HDB	HDB12507	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	800	3	6.70
11/18/2025	CTCP Tập đoàn Đầu tư I.P.A	IPA12501	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	1,416	5	9.50
11/20/2025	CTCP Dịch vụ Cáp treo Bà Nà	BNC12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	500	5	10.50
11/20/2025	OCB	OCB12529	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,500	3	6.60
11/21/2025	CTCP May – Diêm Sài Gòn	MSG32507	BDS	Phát hành riêng lẻ	1,000	9	9.00
11/21/2025	TPB	TPB12544	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	17	10	7.98
11/24/2025	BID	BID12554	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	156	10	6.13
11/24/2025	BID	BID12553	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	590	8	6.08
11/24/2025	BID	BID12552	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	702	7	6.03
11/24/2025	BID	BID12555	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	150	15	6.60
11/24/2025	VJC	VJC12504	Vận tải	Phát hành riêng lẻ	1,000	5	10.00
11/25/2025	BAB	BAB12509	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.70
11/26/2025	CTCP Đầu tư & Phát triển hạ tầng Nam Quang	TNQ32504	BDS	Phát hành riêng lẻ	1,000	7	9.00
11/26/2025	ABB	ABB12515	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	300	6	7.60
11/26/2025	HDB	HDB12508	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.70
11/27/2025	BID	BID12556	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	360	2	6.00
11/27/2025	VIC	VIC12511	Đa ngành	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	12.00
11/28/2025	Công ty TNHH MTV VIPICO	VIO32503	BDS	Phát hành riêng lẻ	780	8	9.30

Báo cáo Thị trường trái phiếu

Ngày 24/12/2025

11/28/2025	CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn	TSO12502	BDS	Phát hành riêng lẻ	4,000	2	12.50
11/28/2025	Công ty TNHH Liên doanh Đầu tư Xây dựng Tam Trinh	TAT32501	Xây dựng	Phát hành riêng lẻ	900	8	9.20

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 21: Giá trị đáo hạn cao nhất (tỷ đồng) trong 3 tháng tới (T12/2025 – T2/2026)

Tổ chức phát hành	Ngành	T12/25	T1/26	T2/26	Tổng	Xếp hạng
Agribank	Ngân hàng	4,350			4,350	1
CTCP Đầu tư Sun Valley	BDS	3,560			3,560	2
BID	Ngân hàng	3,455			3,455	3
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BDS Hải Đăng	BDS		2,850		2,850	4
TCX	Chứng khoán	1,362	500	500	2,362	5
CTCP Đầu tư & Phát triển Năng lượng Trung Nam	Năng lượng	2,230			2,230	6
VHM	BDS	2,000			2,000	7
SHB	Ngân hàng	2,000			2,000	8
CTCP Ô tô Trường Hải (THACO)	Hàng hóa & dịch vụ tiêu dùng	2,000			2,000	9
Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam	Vật liệu	2,000			2,000	10
HDB	Ngân hàng	1,500			1,500	11
CTCP Đầu tư và Phát triển Newco	BDS	1,500			1,500	12
CTCP Đầu tư Thương mại Dịch vụ Gia Khang	BDS			1,500	1,500	13
LPB	Ngân hàng	1,500			1,500	14
SCG	Xây dựng	1,483			1,483	15

Nguồn: HNX, HSC

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

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,600	27,000	27,500
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,773	3,885	3,929
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	7.09	7.70	7.60	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	508	545	582
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,972	5,280	5,597
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.74	3.31	3.43
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.9	37.3	38.6
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.3	34.1	35.7
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.47	3.61	4.24	5.04
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106	115	124	125	133	136	144	154	164
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.3	5.2	5.2
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.30	2.60	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.4	3.9	4.0
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.4	4.1	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
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	19.0	19.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	24,418	28,691
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	17.5	17.5
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79	95	107	85	90	81	83	85	90
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
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.9	20.3	24.9
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	26.1	19.0	18.0	20.0
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	167	179	184
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
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	51.0	50.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	8.3	7.0	7.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	9.0	7.5	8.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	7.0	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 W: www.hsc.com.vn