

Thị trường TPCP: Phát hành cải thiện nhưng khó đạt mục tiêu cả năm

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

- Phát hành TPCP tháng 11/2025 tăng mạnh 42% so với cùng kỳ, đạt 29,5 nghìn tỷ đồng, nâng tổng giá trị phát hành 11 tháng đầu năm 2025 lên 313 nghìn tỷ đồng, tương đương 63% mục tiêu cả năm 2025, khiến khả năng hoàn thành kế hoạch cả năm trở nên khó khăn.
- Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng, tương tự xu hướng trên thị trường sơ cấp. Trong đó, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 3,23% và 4,01%, sát với dự báo của chúng tôi (lần lượt 3,3% và 4%).
- Bất chấp sức ép thanh khoản ngắn hạn, thể hiện qua lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng tăng lên 7,5% và lãi suất repo đảo ngược trên thị trường OMO chạm trần chính sách ở mức 4,5%, NHNN đã tích cực kiểm soát thanh khoản hệ thống thông qua bơm ròng 110,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 11/2025 và thêm 44,8 nghìn tỷ đồng trong tháng 12/2025 (tính đến 19/12), qua đó kéo lãi suất cho vay qua đêm giảm về 4,58%.

Phát hành 11 tháng đầu năm 2025 đạt 63% kế hoạch năm

Phát hành TPCP tháng 11 tăng 42% so với cùng kỳ đạt 29,5 nghìn tỷ đồng nhưng chỉ hoàn thành 55% mục tiêu tháng và tập trung chủ yếu ở kỳ hạn 10 năm. Kể từ đầu năm, tổng giá trị phát hành đạt 313 nghìn tỷ đồng, chỉ tương đương 63% mục tiêu cả năm 2025, khiến khả năng hoàn thành kế hoạch cả năm trở nên khó khăn ngay cả trong kịch bản phát hành tháng 12 đạt kế hoạch. Nguyên nhân chủ yếu phản ánh dư địa tài khóa ngắn hạn, khi thành dư ngân sách tích cực và tiến độ giải ngân đầu tư công chậm hơn dự kiến đã làm giảm nhu cầu huy động vốn ngắn hạn. Tuy nhiên, giá trị phát hành và lợi suất vẫn có xu hướng tăng trong trung hạn để hỗ trợ chính sách tài khóa mở rộng và mật bằng chi phí huy động gia tăng.

Thanh khoản thị trường thứ cấp hạ nhiệt, lợi suất có xu hướng tăng

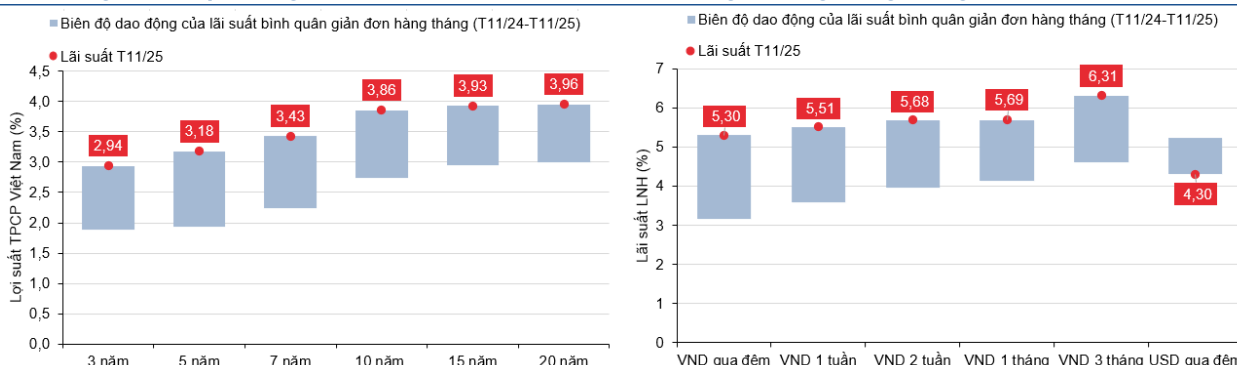
Hoạt động thị trường thứ cấp giảm nhẹ trong tháng 11 do thanh khoản suy yếu, với giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 27% so với tháng trước xuống 480 triệu USD, tương đương tổng giá trị giao dịch giảm 30% so với tháng trước. Lợi suất TPCP thứ cấp tăng đồng pha với thị trường sơ cấp, trong đó lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm tăng lên lần lượt 3,19% và 3,89%, mức cao nhất kể từ tháng 2/2023. Đà tăng này tiếp tục kéo dài đến đầu tháng 12, nâng lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lên lần lượt 3,23% và 4,01%, sát với [dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm](#) lần lượt ở mức 3,3% và 4%. Trong bối cảnh quốc tế, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Việt Nam dần hội tụ với mật bằng toàn cầu, khi lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đang đi ngang quanh mức 4-4,2%, thu hẹp chênh lệch lợi suất giữa TPCP Việt Nam & Mỹ xuống âm 15 điểm cơ bản.

NHNN đẩy mạnh hỗ trợ thanh khoản do biến động trên thị trường liên ngân hàng

Lãi suất liên ngân hàng tăng mạnh vào cuối năm, trong bối cảnh thanh khoản ngắn hạn thắt chặt với lãi suất cho vay qua đêm đồng VND tăng lên mức cao nhất kể từ tháng 10/2025 là 7,5% vào đầu tháng 12, trước khi giảm xuống khoảng 4,58% sau khi NHNN bơm thanh khoản mạnh mẽ thông qua thị trường OMO và hoạt động swap ngoại tệ. Đồng thời, NHNN nâng lãi suất repo đảo ngược thêm 50 điểm cơ bản lên 4,5% vào ngày 8/12/2025, đồng thời vẫn bơm ròng 110,4 nghìn tỷ VND trong tháng 11 và 44,8 nghìn tỷ VND trong 19 ngày đầu tháng 12. Từ đó, số dư trên thị trường OMO tăng lên mức cao kỷ lục 375 nghìn tỷ đồng, phản ánh vai trò của NHNN trong việc ổn định thanh khoản hệ thống.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/12.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 11/2025



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

Cập nhật thị trường TPCN tháng 11/2025

Phát hành TPCN tháng 11 tăng 42% so với cùng kỳ đạt 29,5 nghìn tỷ đồng nhưng chỉ hoàn thành 55% mục tiêu tháng, nâng tổng giá trị phát hành kể từ đầu năm lên 313 nghìn tỷ đồng, tương đương 63% mục tiêu cả năm 2025, cho thấy khả năng hoàn thành kế hoạch năm là thấp ngay cả trong kịch bản đẩy mạnh phát hành tháng 12. Trên thị trường thứ cấp, lợi suất tiếp tục điều chỉnh tăng, với lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 3,23% và 4,01%, nhìn chung sát với dự báo tại thời điểm cuối năm của chúng tôi. Lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng đối với đồng VND tăng lên 7,5% vào đầu tháng 12 trước khi giảm xuống khoảng 4,5%, tương đương chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm giữa đồng VND-USD nổi rộng lên 88 điểm cơ bản. NHNN đã bơm ròng 110 nghìn tỷ đồng vào thị trường OMO trong tháng 11 và 44,8 nghìn tỷ đồng vào 19 ngày đầu tháng 12 để hỗ trợ hệ thống, nâng số dư trên thị trường OMO lên mức cao kỷ lục 375 nghìn tỷ đồng.

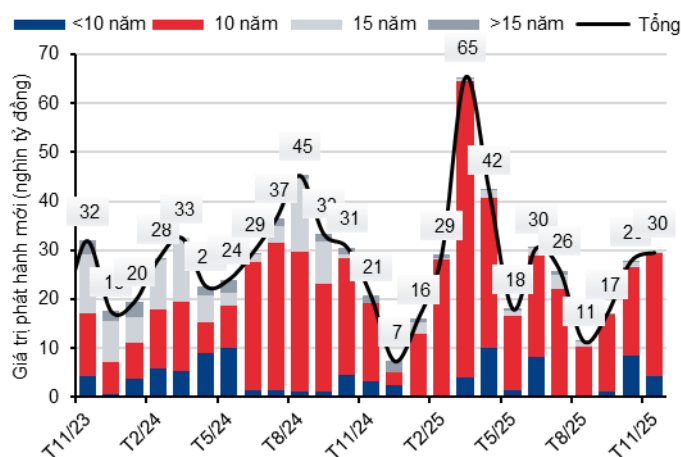
Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCN đã cải thiện đáng kể cả về quy mô và động lực trong tháng 11. Tổng giá trị phát hành đạt 29,5 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 42% so với cùng kỳ và tăng 6% so với tháng trước, đánh dấu tháng tăng trưởng thứ ba liên tiếp (Biểu đồ 2). Tuy nhiên, giá trị phát hành chỉ hoàn thành 55% kế hoạch tháng 11 là **54 nghìn tỷ đồng** (Mời xem Biểu đồ 22 trong phần Phụ lục).

Phát hành vẫn tập trung mạnh ở kỳ hạn dài, trong đó kỳ hạn 10 năm đạt 25,1 nghìn tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ và tăng 39% so với tháng trước), tương đương 85% tổng giá trị phát hành trong tháng. Kỳ hạn 5 năm đứng thứ hai với giá trị phát hành 4,4 nghìn tỷ đồng, tăng 37% so với cùng kỳ nhưng giảm 48% so với tháng trước. Kỳ hạn phát hành trái phiếu này vẫn phù hợp với mục tiêu của Chính phủ là duy trì kỳ hạn phát hành trung bình từ 9-11 năm, theo [Nghị quyết số 23/2021/QH15 về kế hoạch tài chính quốc gia & quản lý nợ công](#). Đáng chú ý, Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam đã quay trở lại thị trường TPCN lần đầu tiên kể từ cuối năm 2023, huy động 6 nghìn tỷ đồng, phần còn lại do KBNN phát hành (Biểu đồ 3).

Biểu đồ 2: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo kỳ hạn

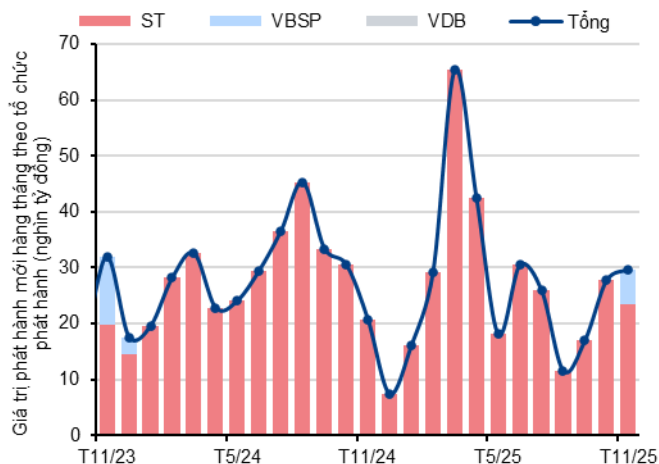
Giá trị TPCN phát hành mới tăng tháng thứ 3 liên tiếp...



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 3: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo tổ chức phát hành

... với sự hỗ trợ từ VBSP sau 2 năm gián đoạn

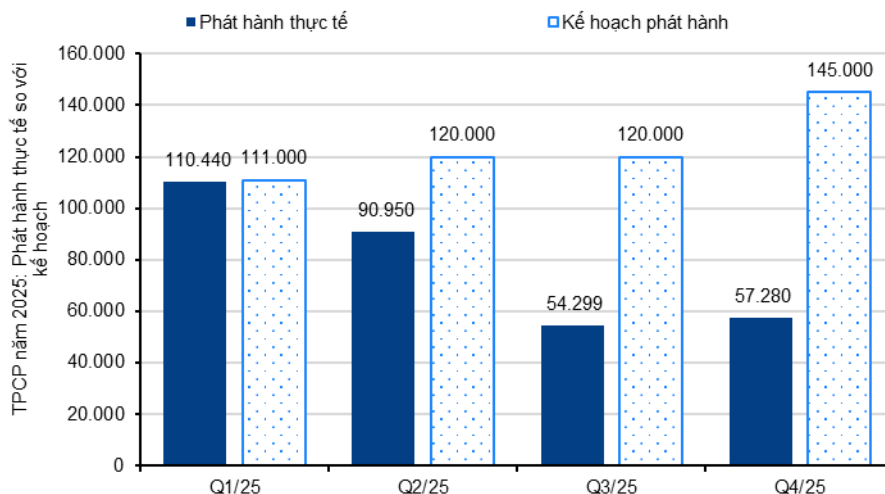


Nguồn: VBMA, HSC

Mặc dù ghi nhận sự cải thiện trong ngắn hạn, tiến độ phát hành vẫn chậm so với kế hoạch cả theo quý và kể từ đầu năm. Tổng giá trị phát hành tháng 10 và tháng 11 đạt 57,3 nghìn tỷ đồng, chỉ bằng 40% mục tiêu phát hành Q4 là 145 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 4). Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, tổng phát hành đạt 313 nghìn tỷ đồng, giảm 3% so với cùng kỳ và bằng 63% mục tiêu cả năm là 500 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 5). Dựa trên kế hoạch phát hành tháng 12 là **49 nghìn tỷ đồng**, khả năng hoàn thành mục tiêu cả năm vẫn thấp; ngay cả khi kế hoạch tháng 12 được thực hiện đầy đủ, tổng phát hành năm 2025 vẫn sẽ thấp hơn đáng kể so với mục tiêu đề ra.

Biểu đồ 4: TPCP năm 2025: Phát hành thực tế so với kế hoạch

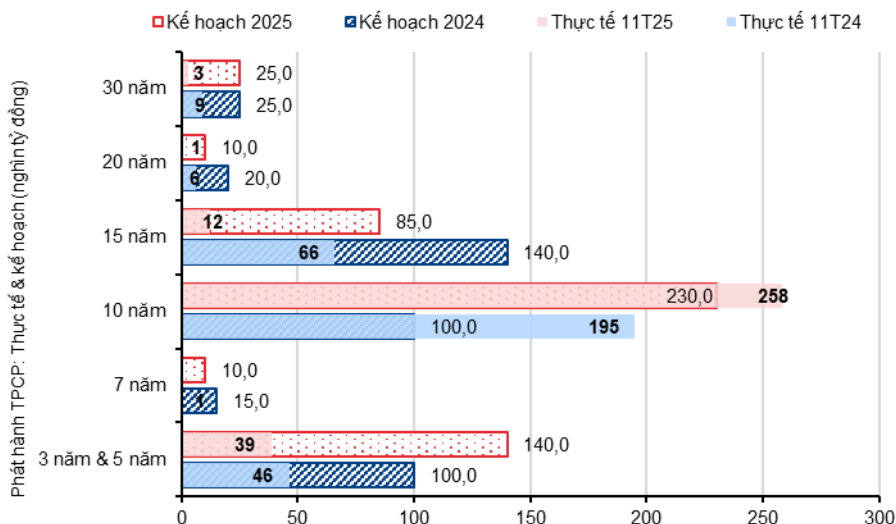
Lũy kế phát hành trong tháng 10-11 chỉ đạt khoảng 40% mục tiêu của Q4



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 5: So sánh mức độ hoàn thành kế hoạch phát hành năm 2024 và 2025

Ngoại trừ kỳ hạn 10 năm, tất cả các kỳ hạn còn lại đều không đạt kế hoạch đề ra



Nguồn: VBMA, HSC

Diễn biến này phản ánh sự lệch pha tạm thời giữa nhu cầu huy động vốn của Chính phủ và tiến độ giải ngân đầu tư công. Chỉ tiêu đầu tư phát triển từ ngân sách nhà nước đạt 553,3 nghìn tỷ đồng trong 11 tháng đầu năm 2025, tăng 39,2% so với cùng kỳ nhưng chỉ bằng 70% kế hoạch ngân sách hàng năm ban đầu. Đồng thời, cán cân ngân sách thặng dư ước tính 348 nghìn tỷ đồng trong 11 tháng đầu năm 2025, trái ngược với mục tiêu thâm hụt cả năm là 471,5 nghìn tỷ đồng theo [Quyết định số 2894](#) của Bộ Tài chính. Bộ đệm tài chính ngắn hạn này đã làm giảm áp lực huy động vốn tạm thời thông qua phát hành TPCP, qua đó lý giải tiến độ phát hành chậm hơn kế hoạch.

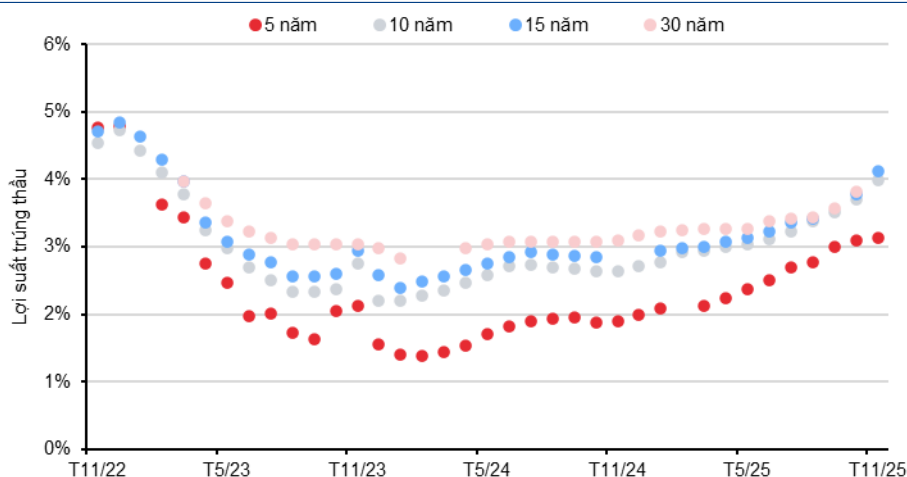
Triển vọng trung hạn thị trường TPCP vẫn được củng cố vững chắc nhờ lập trường nơi lỏng tài khoá. Việc Chính phủ khởi công và khánh thành [198 dự án cơ sở hạ tầng lớn vào ngày 19/12/2025](#), với tổng vốn đầu tư 37,4 tỷ USD từ nguồn ngân sách nhà nước và khu vực tư nhân trong nước, cho thấy sự cam kết bền vững đối với tăng trưởng dựa trên đầu tư.

Các dự án quy mô lớn như Cảng hàng không Quốc tế Long Thành (Giai đoạn 1), tuyến đường sắt Lào Cai-Hà Nội-Hải Phòng và các đoạn trọng điểm của đường cao tốc Bắc-Nam phía Đông dự kiến sẽ thúc đẩy đáng kể nhu cầu đầu tư công và tiếp tục củng cố vai trò của TPCP tiếp tục là kênh huy động cốt lõi cho khu vực công. Những động lực này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng hoạt động phát hành TPCP sẽ tiếp tục tăng tốc trong năm 2026 với tổng giá trị phát hành dự báo tăng trưởng 10% đạt 550 nghìn tỷ đồng (Mời xem: [Thị trường TPCP năm 2026-2027: Vận hành theo nhịp động lực tài khóa](#), ngày 3/12/2025).

Đối với chi phí huy động, lợi suất TPCP trên thị trường sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng. Lãi suất trúng thầu bình quân tăng 121 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 15 điểm cơ bản so với tháng trước lên 3,78% trong tháng 11/2025, tháng tăng thứ 8 liên tiếp (Biểu đồ 6). Lãi suất tăng ở tất cả các kỳ hạn, tăng 125-135 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 4-29 điểm cơ bản so với tháng trước, phản ánh áp lực tăng trên diện rộng cũng như kỳ vọng về chính sách tài khóa mở rộng bền vững trong trung hạn. Một tín hiệu tích cực hơn là tỷ lệ phát hành thành công đã cải thiện lên 47% từ 41% trong tháng trước (Biểu đồ 7), cho thấy nhu cầu thị trường đang dần điều chỉnh theo môi trường lãi suất và hỗ trợ quá trình phục hồi của hoạt động phát hành.

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

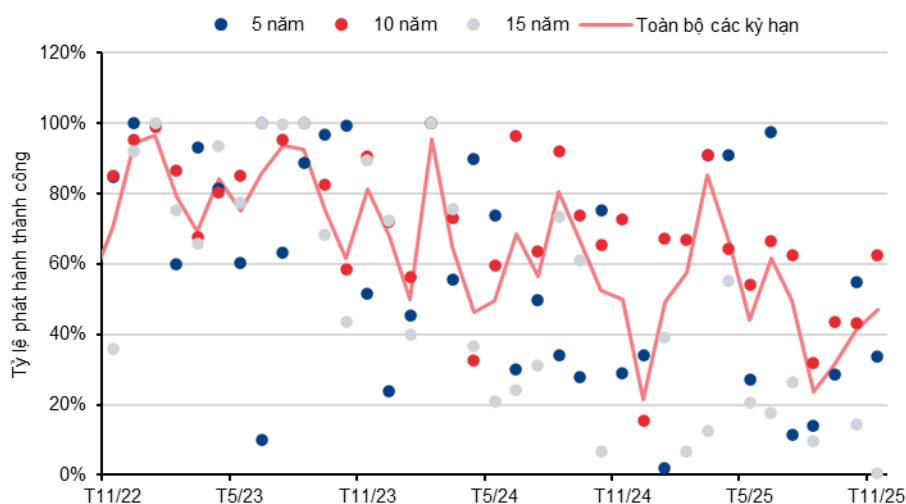
Lợi suất trúng thầu trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng tháng thứ tám liên tiếp



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 7: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công cải thiện đã giúp hỗ trợ khối lượng phát hành phục hồi



Nguồn: VBMA, HSC

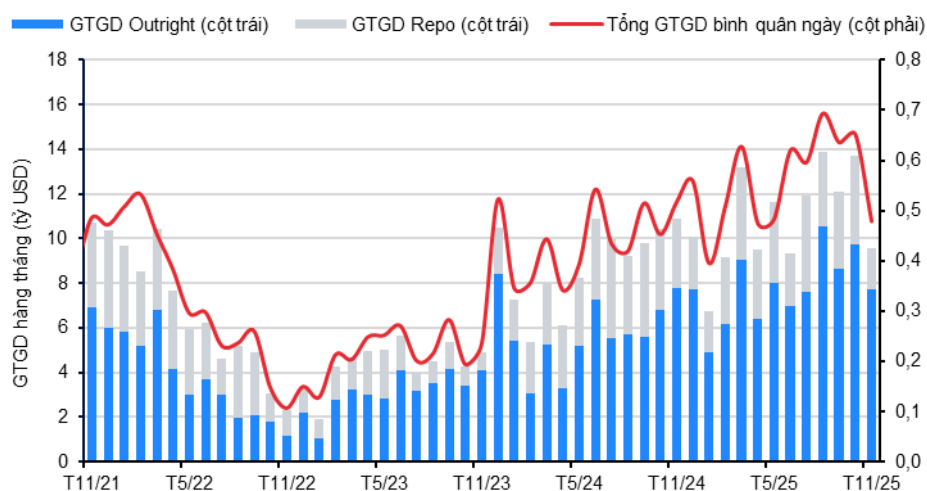
Thị trường thứ cấp

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp suy yếu trong tháng 11 sau khi phục hồi vào tháng trước. Giá trị giao dịch bình quân ngày giảm 7% so với cùng kỳ và giảm 27% so với tháng trước xuống 480 triệu USD (12,6 nghìn tỷ VND), giảm tổng giá trị giao dịch hàng tháng xuống 9,6 tỷ USD (252,6 nghìn tỷ VND), giảm 12% so với cùng kỳ và giảm 30% so với tháng trước (Biểu đồ 8).

Giao dịch chủ yếu vẫn là mua bán trực tiếp, chiếm khoảng 80% tổng giá trị giao dịch, đạt 7,7 tỷ USD, giảm nhẹ 1% so với cùng kỳ nhưng giảm mạnh 21% so với tháng trước, trong khi hoạt động repo giảm mạnh hơn, giảm 40% so với cùng kỳ và giảm 53% so với tháng trước xuống 1,9 tỷ USD.

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

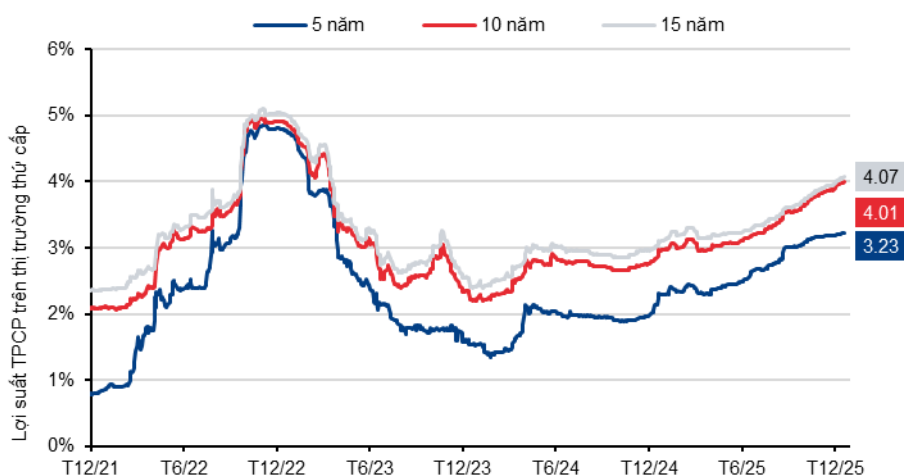
Trong tháng 11, thanh khoản trên thị trường thứ cấp suy yếu với GTGD bình quân ngày giảm 7% so với cùng kỳ & giảm 27% so với tháng trước, đạt 480 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 9: Biến động lợi suất TPCP

Các kỳ hạn dài hơn (10 năm và 15 năm) ghi nhận lợi suất tăng mạnh hơn so với kỳ hạn 5 năm



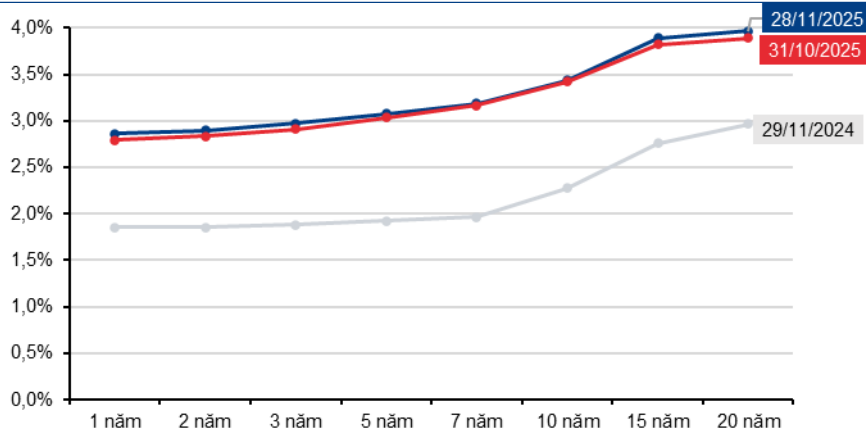
Nguồn: VBMA, HSC

Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tiếp tục theo sát đà tăng trên thị trường sơ cấp. Trong tháng 11, lợi suất trái phiếu tăng lên đáng kể ở tất cả các kỳ hạn, tăng 88-122 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 1-9 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 9-10). Đáng chú ý, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm tăng lần lượt 2 điểm cơ bản và 7 điểm cơ bản so với tháng trước, lên lần lượt 3,19% và 3,89% tại thời điểm cuối

tháng 11, mức cao nhất kể từ tháng 2/2023. Đường cong lợi suất tiếp tục dốc hơn, cho thấy áp lực tăng vẫn tập trung ở kỳ hạn dài.

Biểu đồ 10: Đường cong lợi suất TPCP

Lợi suất tại tất cả các kỳ hạn tăng khoảng 88-122 điểm cơ bản so với cùng kỳ



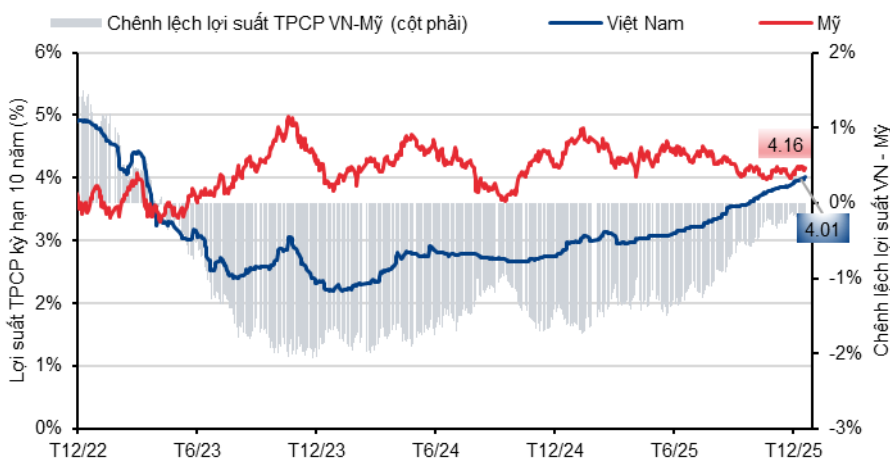
Nguồn: VBMA, HSC

Xu hướng này tiếp tục kéo dài sang nửa đầu tháng 12. So với cuối tháng 11, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm tăng lần lượt 4 và 12 điểm cơ bản lên lần lượt 3,23% và 4,01%. Lợi suất hiện tại nhìn chung sát với [dự báo tại thời điểm cuối năm của chúng tôi \(lần lượt 3,3% và 4%\)](#), củng cố quan điểm của chúng tôi là thị trường đang trải qua quá trình định giá lại mang tính cấu trúc để thích nghi với mặt bằng lãi suất cao hơn. Chúng tôi nhận thấy lợi suất trên thị trường thứ cấp đang điều chỉnh tăng song song với động thái trên thị trường sơ cấp, cho thấy đây là sự thích ứng bền vững & có trật tự thay vì chỉ là biến động ngắn hạn. Với chính sách tài khóa mở rộng, phát hành TPCP sẽ đóng vai trò ngày càng lớn đối với tài trợ chi tiêu ngân sách & đầu tư công, từ đó duy trì lợi suất ở mức cao hơn về mặt cấu trúc so với chu kỳ trước.

Xét trong bối cảnh quốc tế, diễn biến lợi suất TPCP Việt Nam cho thấy xu hướng hội tụ dần với mặt bằng lợi suất toàn cầu. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đã đi ngang trong khoảng 4-4,2% trong 2 tháng qua, sau 2 đợt cắt giảm lãi suất điều hành của Fed vào tháng 9 và tháng 11, giảm lãi suất Fed xuống 3,5-3,75%. Tuy nhiên, những lo ngại về quy mô và tính bền vững của nợ công Mỹ có vẻ tiếp tục gây áp lực tăng lên phần bù kỳ hạn Kho bạc, hạn chế khả năng lợi suất TPCP giảm đáng kể. Trong khi đó, lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 10 năm tiếp tục tăng lên 4%, thu hẹp đáng kể chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam-Mỹ xuống âm 15 điểm cơ bản (Biểu đồ 11).

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

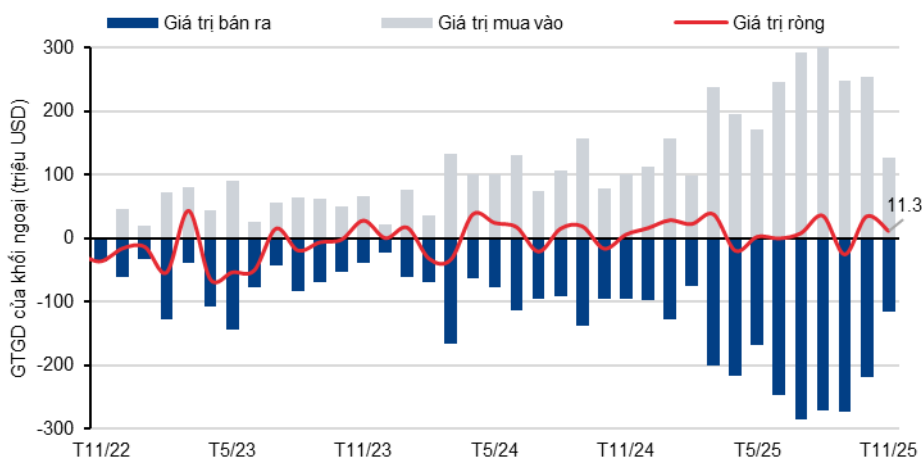
Lợi suất TPCP Việt Nam tăng đã thu hẹp chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam và Mỹ xuống còn âm 15 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, CEIC, HSC

Biểu đồ 12: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên thị trường thứ cấp

NGĐT NN mua ròng nhẹ tháng thứ hai liên tiếp, qua đó cho thấy sức hấp dẫn tương đối của TPCP Việt Nam trong bối cảnh lợi suất gia tăng



Nguồn: CEIC, HSC

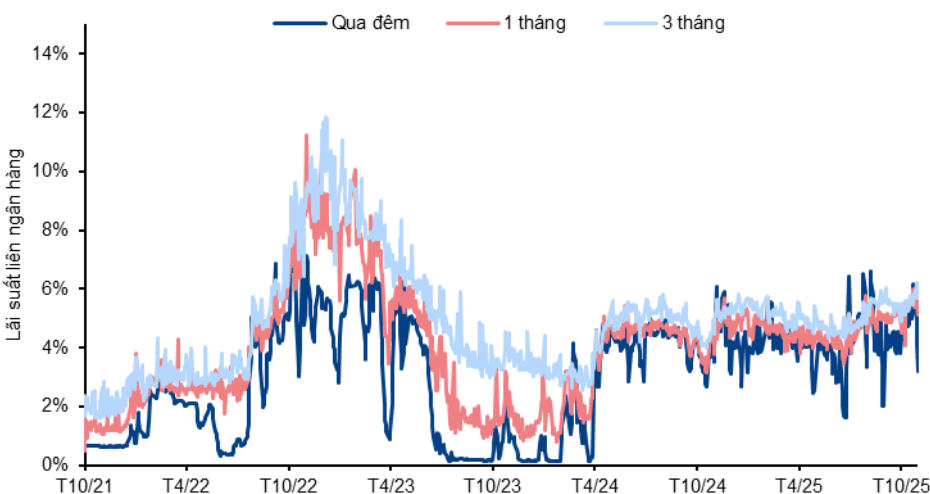
Đối với dòng vốn nước ngoài, niềm tin của khối ngoại đối với TPCP Việt Nam vẫn duy trì tích cực. Khối ngoại mua ròng đạt 11,3 triệu USD (298 tỷ đồng), tháng mua ròng thứ 2 liên tiếp. Lũy kế 11 tháng đầu năm 2025, khối ngoại đã mua ròng 132,2 triệu USD (3,5 nghìn tỷ VND) so với 31 triệu USD trong 11 tháng đầu năm 2024, cho thấy sức hấp dẫn tương đối của TPCP Việt Nam trong bối cảnh lợi suất tăng và chênh lệch lợi suất so với các thị trường phát triển ngày càng thu hẹp (Biểu đồ 12).

Thị trường liên ngân hàng & hoạt động thị trường mở (OMO)

Trong tháng 11, lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng đồng VND tăng mạnh lên khoảng 6% vào giữa tháng trước khi giảm xuống khoảng 5,4% vào cuối tháng. Bước sang đầu tháng 12, áp lực thanh khoản ngắn hạn gia tăng do chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và tiền gửi vẫn ở mức cao, khiến các ngân hàng phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn vốn liên ngân hàng. Từ đó, lãi suất cho vay qua đêm tăng vọt lên tới 7,5% trong những ngày đầu tháng 12, mức cao nhất kể từ tháng 10/2022. Tuy nhiên, đợt tăng mạnh này nhanh chóng được kiểm soát nhờ sự điều hành chủ động của NHNN thông qua các hoạt động bơm thanh khoản trên OMO và giao dịch hoán đổi ngoại tệ, qua đó kéo lãi suất O/N giảm về 4,58% tính đến ngày 18/12/2025 (Biểu đồ 13).

Biểu đồ 13: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Lãi suất LNH qua đêm biến động mạnh vào thời điểm cuối năm nhưng vẫn được duy trì quanh mức 4-4,5% nhờ công tác điều hành chủ động của Ngân hàng Nhà nước



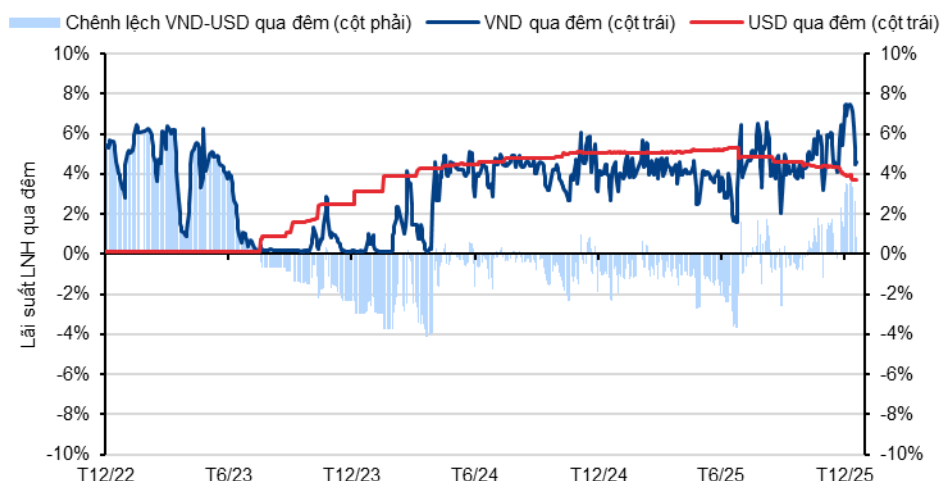
Nguồn: CEIC, HSC

Trong khi lãi suất cho vay qua đêm đồng VND hạ nhiệt, lãi suất cho vay qua đêm đồng USD tiếp tục giảm xuống 3,7% vào ngày 18/12/2025. Do đó, chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm đồng VND-USD tăng lên 88 điểm cơ bản, hỗ trợ sự ổn định của tỷ giá (Biểu đồ 14).

Ngoài ra, hoạt động trên thị trường liên ngân hàng sôi động hơn đáng kể trong giai đoạn cuối năm. Giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng 11 tăng mạnh 112% so với cùng kỳ và tăng 26% so với tháng trước đạt 30,3 tỷ USD (798 nghìn tỷ đồng), trong đó giao dịch qua đêm chiếm 96% tổng giá trị (Biểu đồ 15).

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

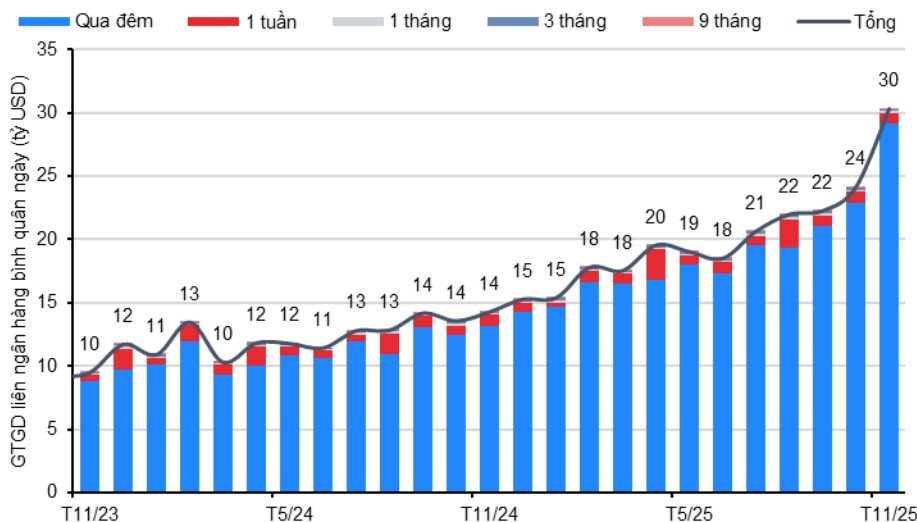
Trong khi lãi suất VND qua đêm ổn định quanh mức 4-4,5%, lãi suất USD qua đêm đã giảm xuống 3,7% tính đến ngày 18/12, qua đó nới rộng chênh lệch lãi suất VND-USD qua đêm lên 88 điểm cơ bản



Nguồn: CEIC, VIRA, HSC

Biểu đồ 15: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

Thanh khoản liên ngân hàng tăng mạnh lên mức cao kỷ lục trong tháng 11, với các giao dịch qua đêm chiếm tới 96% tổng GTGD trong bối cảnh lãi suất qua đêm biến động mạnh



Nguồn: CEIC, HSC

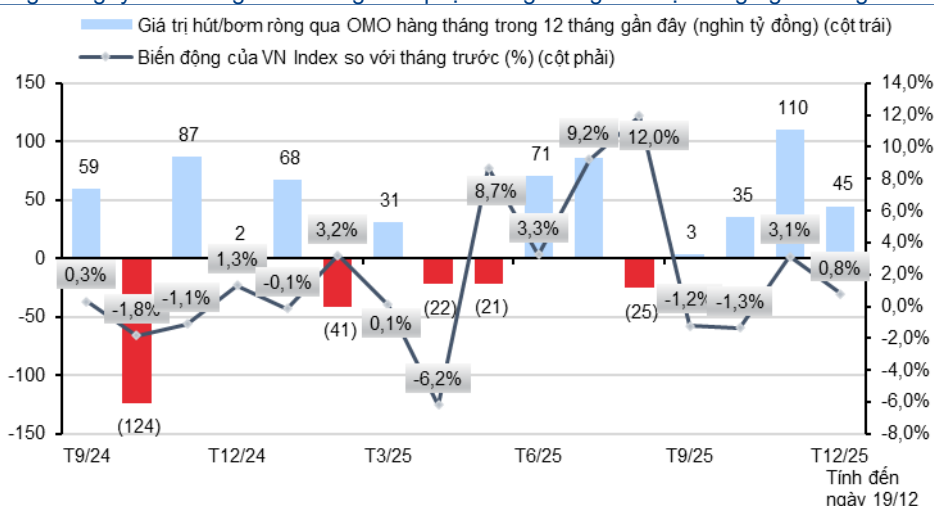
Về mặt điều hành chính sách, NHNN tiếp tục theo đuổi định hướng nới lỏng có chọn lọc, đồng thời điều chỉnh khuôn khổ vận hành. NHNN đã tăng 50 điểm cơ bản lãi suất repo đảo ngược lên 4,5% vào ngày 8/12/2025, ngang bằng với lãi suất điều hành, sau khi duy trì ở mức 4% kể từ tháng 9/2024. Dù vậy, NHNN vẫn duy trì bơm thanh khoản thông qua thị trường OMO để giải quyết căng thẳng vốn ngắn hạn. Kết hợp với các giao dịch swap ngoại tệ, động thái này cho thấy nỗ lực chủ động nhằm hỗ trợ thanh

khoản đồng VND ngắn hạn trong hệ thống, đặc biệt khi việc bơm thanh khoản trên thị trường OMO đang tiến sát giới hạn động và cần được bổ sung thông qua các công cụ thay thế (Mời xem: [Thanh khoản căng thẳng tại Việt Nam: Những tác động chính](#), ngày 18/12/2025).

Trên thị trường OMO, NHNN đã bơm 365,3 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trên OMO, so với đảo hạn 254,9 nghìn tỷ đồng, tương đương bơm ròng 110,4 nghìn tỷ đồng. Trong 19 ngày đầu tháng 12, NHNN tiếp tục phát hành 256,6 nghìn tỷ đồng qua hoạt động repo đảo ngược, với 211,8 nghìn tỷ đồng đảo hạn, tương đương bơm ròng 44,8 nghìn tỷ đồng. Tất cả các khoản bơm thanh khoản đều được thực hiện với lãi suất 4,5%, kỳ hạn từ 7 đến 91 ngày, trong khi hoạt động hấp thụ thanh khoản thông qua phát hành tín phiếu NHNN vẫn bị tạm dừng. Tính đến ngày 19/12/2025, giá trị repo đảo ngược đang lưu hành trên thị trường OMO đã đạt 375,4 nghìn tỷ đồng, mức cao kỷ lục, cho thấy vai trò ngày càng lớn của NHNN trong việc ổn định thanh khoản hệ thống trong giai đoạn cao điểm cuối năm (Biểu đồ 16-18).

Biểu đồ 16: Giá trị hút/bơm ròng qua nghiệp vụ thị trường mở OMO hàng tháng trong 12 tháng vừa qua

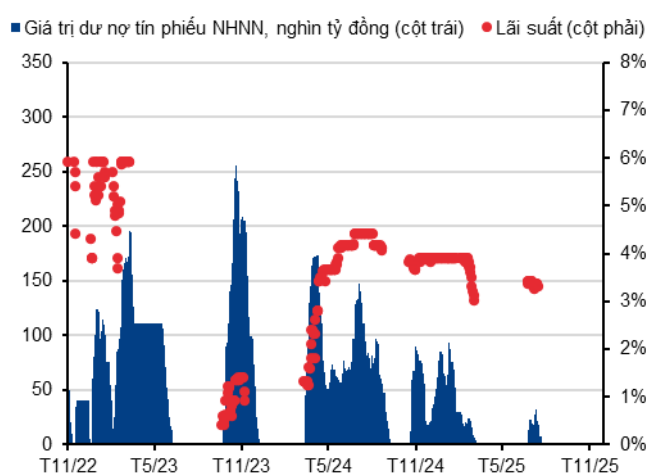
NHNN duy trì bơm ròng thanh khoản kể từ tháng 9/2025 và bơm thêm 44,8 nghìn tỷ đồng trong 19 ngày đầu tháng 12 nhằm giảm áp lực căng thẳng cho hệ thống ngân hàng



Nguồn: NHNN, HSC

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

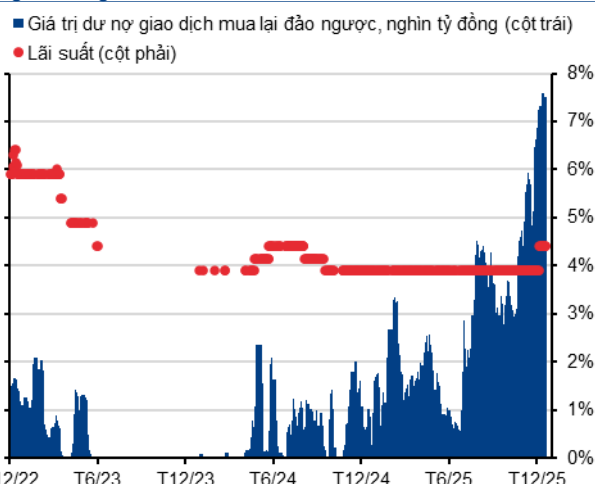
Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7 do sức ép thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng...



Nguồn: NHNN, HSC

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

Giá trị dư nợ OMO đang lưu hành đạt mức kỷ lục 375 nghìn tỷ đồng, đóng vai trò hỗ trợ trong việc ổn định thanh khoản của hệ thống ngân hàng

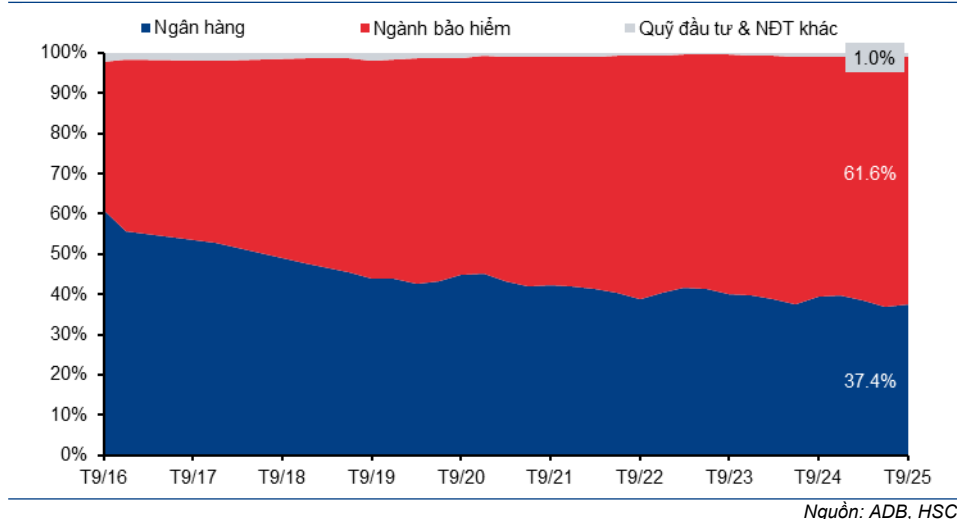


Nguồn: NHNN, HSC

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

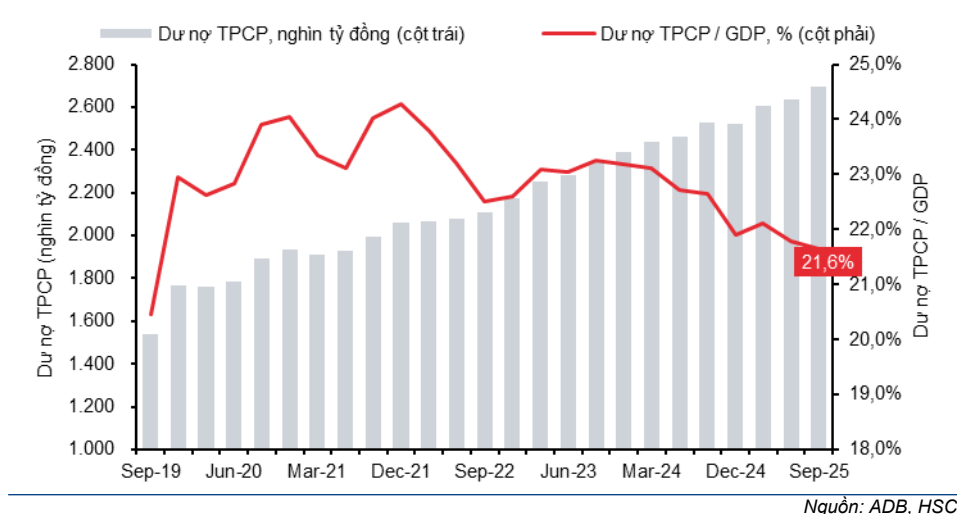
Biểu đồ 19: Dư nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

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

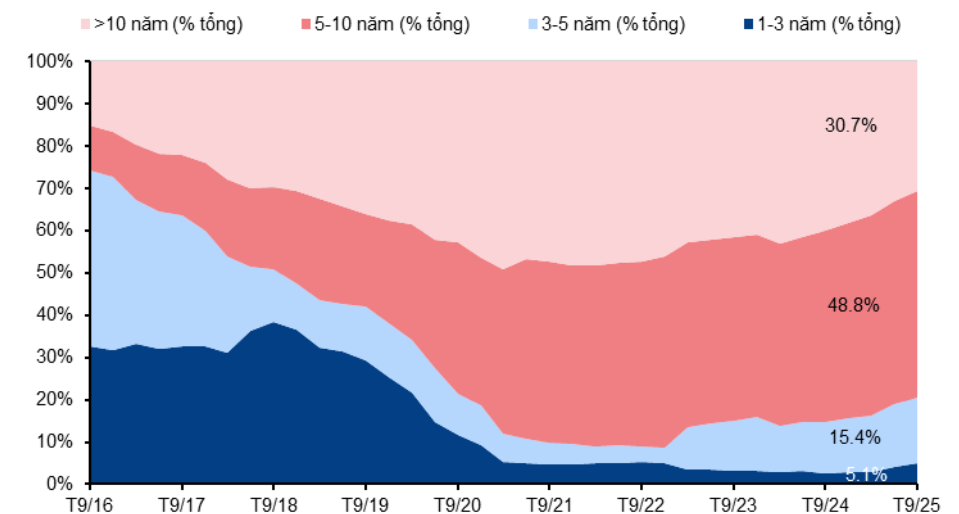


Biểu đồ 20: Quy mô thị trường TPCP

Dư nợ trái phiếu Chính phủ tính đến tháng 9/2025 tương đương 21,8% GDP trong 12 tháng gần nhất



Biểu đồ 21: Dự nợ TPCP theo kỳ hạn



Nguồn: ADB, HSC

Bảng 22: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 11/2025

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)
11/26/2025	5	3,000	300	-	-
11/20/2025	5	500	300	-	-
11/19/2025	5	3,000	1,930	1,730	3.16
11/13/2025	5	500	-	-	-
11/12/2025	5	3,000	1,730	1,530	3.16
11/5/2025	5	3,000	1,420	1,120	3.16
11/27/2025	10	2,500	9,220	2,500	4.22
11/26/2025	10	9,000	11,250	6,050	3.86
11/20/2025	10	2,500	9,600	2,500	4.25
11/19/2025	10	9,000	12,900	7,500	3.85
11/13/2025	10	1,000	3,500	1,000	4.25
11/12/2025	10	8,000	7,200	2,500	3.85
11/5/2025	10	8,000	6,260	3,060	3.83
11/26/2025	15	1,500	300	-	-
11/20/2025	15	1,000	1,110	-	-
11/19/2025	15	1,500	250	-	-
11/13/2025	15	500	650	50	4.15
11/12/2025	15	1,500	100	-	-
11/5/2025	15	1,500	100	-	-
11/26/2025	30	500	-	-	-
11/19/2025	30	500	-	-	-
11/12/2025	30	500	-	-	-
11/5/2025	30	500	-	-	-

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 23: 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