

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

Xu hướng tín dụng định hình thị trường TPDN năm 2025

- Thị trường TPDN phục hồi rõ rệt trong năm 2025 với giá trị trái phiếu đang lưu hành tăng trưởng 12,5% lên 1.483 nghìn tỷ đồng, tương đương 11,5% ước tính GDP năm 2025. Kết quả này vẫn thấp hơn nhiều so với mục tiêu của Chính phủ (20% GDP), cho thấy chặng đường dài phía trước để đạt mục tiêu 25% GDP vào năm 2030.
- Ngành Ngân hàng áp đảo với 67% tổng giá trị phát hành, sử dụng trái phiếu như một công cụ huy động vốn chiến lược nhằm củng cố bộ đệm vốn và duy trì tăng trưởng tín dụng cho nền kinh tế. Ngành bất động sản (chiếm 19% tổng phát hành) ghi nhận sự phục hồi mạnh, với giá trị phát hành tăng 29%, trong bối cảnh nguồn tín dụng ngân hàng thắt chặt hơn trong giai đoạn cuối năm, khiến nhu cầu huy động vốn dịch chuyển sang thị trường trái phiếu. Hoạt động phát hành ngày càng tập trung vào các doanh nghiệp lớn, có nền tảng tài chính vững mạnh, dẫn dắt bởi VHM và các tổ chức liên quan.
- Hoạt động mua lại trước hạn ở mức kỷ lục, cùng với việc gia hạn kỳ hạn trái phiếu, đã góp phần giảm áp lực đáo hạn trong năm 2025, trong khi rủi ro tái cấp vốn được đẩy sang giai đoạn 2026–2027.

Phát hành tăng tốc cuối năm, ngân hàng giữ vai trò dẫn dắt

Phát hành tăng tốc mạnh trong tháng 12, nâng tổng giá trị phát hành cả năm lên 609,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%), qua đó xác nhận xu hướng phục hồi của thị trường. Phát hành đại chúng tăng trưởng 50% nhưng vẫn hạn chế bởi các quy định quản lý chặt chẽ. Ngành Ngân hàng áp đảo giá trị phát hành (67%), trong khi ngành BDS cũng phục hồi (tăng trưởng 29%), tập trung vào các doanh nghiệp lớn, cơ cấu vốn mạnh, dẫn đầu là Vinhomes (VHM; giá mục tiêu 106.600đ) và các công ty liên quan. Lợi suất phát hành sát với dự báo của chúng tôi, bình quân ở mức 6,2% đối với ngành Ngân hàng và 9,8% đối với ngành BDS. HSC duy trì quan điểm lợi suất sẽ nhích tăng trong năm 2026, trong bối cảnh lãi suất tiền gửi tăng và chi phí vốn trở nên thận trọng hơn.

Hoạt động mua lại đạt mức cao kỷ lục trong năm 2025

Giá trị mua lại TPDN đã phục hồi mạnh mẽ trong tháng 12, đạt 41,7 nghìn tỷ đồng (ngành Ngân hàng đóng góp 61%, ngành BDS đóng góp 28%), cho thấy hoạt động quản lý nợ chủ động hơn trong bối cảnh phát hành tăng mạnh vào cuối năm. Trong năm 2025, giá trị mua lại trái phiếu đạt mức cao kỷ lục 318,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 46%), tương đương 52% tổng giá trị phát hành mới và là năm tăng trưởng thứ 3 liên tiếp kể từ cú sốc thị trường năm 2022.

Rủi ro đáo hạn dịch chuyển sang giai đoạn 2026–2027

Tổng giá trị trái phiếu đáo hạn đạt đỉnh vào tháng 12 ở mức 33,4 nghìn tỷ đồng, chủ yếu là ngành Ngân hàng (40%) và BDS (34%). Trong năm 2025, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn giảm mạnh 27% so với cùng kỳ xuống 158 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ năm 2021, phản ánh động gia hạn và tái cấu trúc trái phiếu trên diện rộng theo Nghị định 08 (cho phép gia hạn tối đa 2 năm), giúp giảm bớt sức ép thanh toán ngắn hạn và hỗ trợ thị trường ổn định. Tuy nhiên, sức ép chỉ tạm thời hạ nhiệt với tổng giá trị trái phiếu đáo hạn được dự báo sẽ tăng trưởng trở lại lần lượt 39% và 42% trong năm 2026 và 2027, dẫn đầu là ngành BDS (43%) và Ngân hàng (30%).

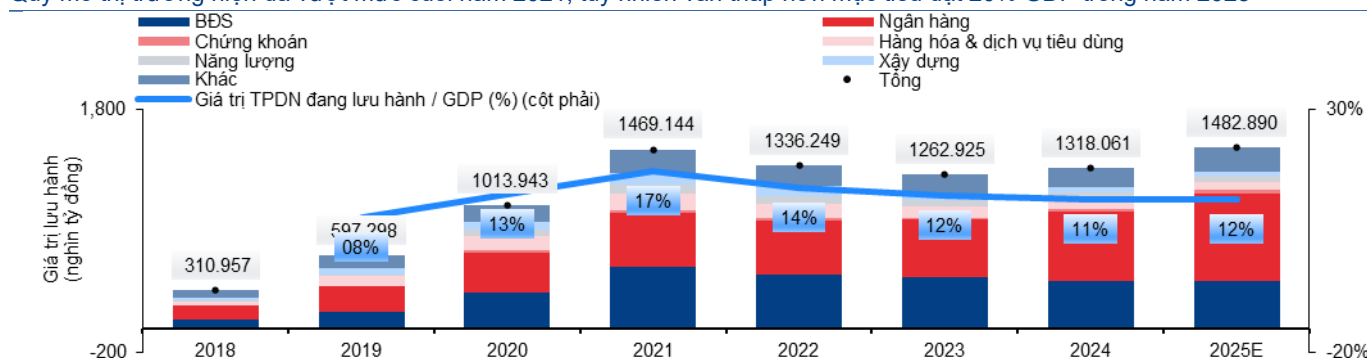
Trái phiếu có vấn đề năm 2025: Tâm điểm là trái phiếu tái cấu trúc

Giá trị trái phiếu có vấn đề mới giảm mạnh trong tháng 12 xuống 1,9 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ tháng 12/2022, chủ yếu do chậm thanh toán lãi. Tính đến cuối năm 2025, trái phiếu có vấn đề bằng 15,7% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, chủ yếu bao gồm trái phiếu tái cấu trúc và gia hạn (đóng góp 9,5%). Mặc dù thời điểm đáo hạn của gần 52 nghìn tỷ đồng trái phiếu được lùi sang giai đoạn 2026-2027, giúp giảm bớt sức ép ngắn hạn trong năm 2025, nhưng điều này chỉ có thể trì hoãn rủi ro, và áp lực thanh toán sẽ gia tăng trở lại kể từ năm 2026 và đạt đỉnh vào năm 2027.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 16/1.

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 8/1/2026.
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Mục lục

Cập nhật thị trường TPDN tháng 12 và năm 2025	3
Thị trường TPDN Việt Nam: Quy mô hồi phục trước những thách thức về chiều sâu cấu trúc	3
Phát hành tăng tốc cuối năm, ngân hàng giữ vai trò dẫn dắt	4
Hoạt động mua lại đạt mức cao kỷ lục trong năm 2025	8
Rủi ro đáo hạn dịch chuyển sang giai đoạn 2026–2027	9
Trái phiếu có vấn đề năm 2025: Tâm điểm là trái phiếu tái cấu trúc	11
Thanh khoản trái phiếu phát hành riêng lẻ phục hồi diện rộng trên thị trường thứ cấp	12
Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác	14

Cập nhật thị trường TPDN tháng 12 và năm 2025

Thị trường trái phiếu doanh nghiệp khép lại năm 2025 với sự phục hồi mang tính chọn lọc, được hỗ trợ bởi làn sóng phát hành tăng mạnh vào cuối năm, đưa tổng giá trị phát hành cả năm lên 609,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 29%). Ngân hàng tiếp tục chi phối hoạt động phát hành 67% giá trị phát hành, huy động trái phiếu để củng cố nguồn vốn và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, trong khi ngành BĐS phục hồi nhưng vẫn tập trung vào các doanh nghiệp phát triển lớn, cơ cấu vốn tốt, dẫn đầu là hệ sinh thái VHM. Lợi suất phát hành sát với dự báo của chúng tôi (6,2% đối với ngành Ngân hàng, 9,8% đối với ngành BĐS), với xu hướng được dự báo sẽ tăng nhẹ trong năm 2026. Giá trị mua lại trái phiếu đạt mức cao kỷ lục 318,4 nghìn tỷ đồng, phản ánh kỷ luật phát hành được thắt chặt, trong khi áp lực đáo hạn trong năm 2025 đã hạ nhiệt nhờ việc gia hạn kỳ hạn trên diện rộng. Tuy nhiên, điều này chỉ có thể trì hoãn rủi ro với sức ép đáo hạn, và tái cấp vốn nhiều khả năng sẽ quay trở lại vào năm 2026-2027 và làm gia tăng rủi ro tín dụng trung hạn.

Thị trường TPDN Việt Nam: Quy mô hồi phục trước những thách thức về chiều sâu cấu trúc

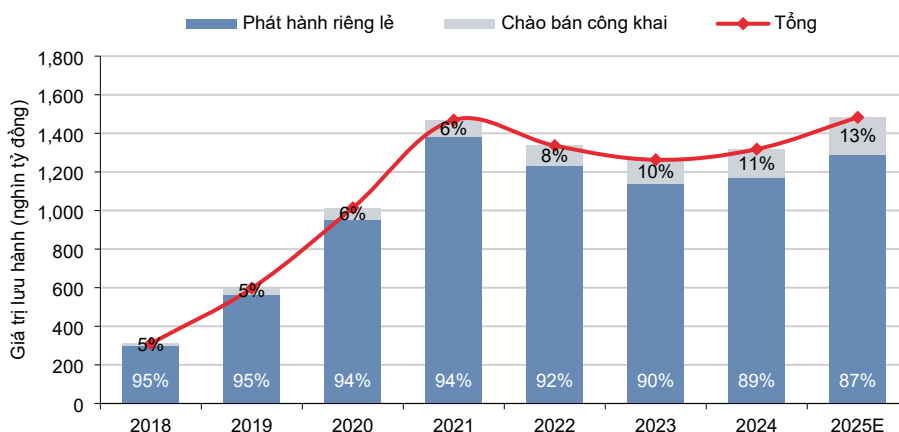
Thị trường TPDN Việt Nam tiếp tục phục hồi trong năm 2025, năm thứ 2 liên tiếp tăng trưởng ổn định sau khi điều chỉnh sâu trong giai đoạn 2022-2023. Tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành tăng 12,5% so với cùng kỳ và tăng 0,8% so với tháng trước (Biểu đồ 1) chủ yếu nhờ phát hành ròng tăng trưởng mạnh mẽ, trong đó giá trị phát hành mới tiếp tục vượt xa giá trị đáo hạn & mua lại.

Tuy nhiên, quy mô thị trường vẫn thấp hơn đáng kể so với [mục tiêu của Chính phủ là dư nợ TPDN đạt 20% GDP vào năm 2025](#). Thách thức sẽ gia tăng trong trung hạn với mục tiêu giá trị thị trường [đạt 25% GDP vào năm 2030](#), trong khi [GDP danh nghĩa đạt mục tiêu tăng trưởng tối thiểu bình quân 10%/năm trong giai đoạn 2026-2030](#). Điều này cho thấy thị trường TPDN sẽ cần tăng trưởng nhanh hơn đáng kể so với GDP để thu hẹp chênh lệch, qua đó nhấn mạnh quy mô và chiều sâu của các nỗ lực cải cách cấu trúc và phát triển thị trường trong thời gian tới.

Về cơ cấu phát hành, tỷ trọng phát hành năm 2025 vẫn nghiêng hẳn về phát hành riêng lẻ, chiếm 87% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, trong khi phát hành đại chúng chỉ chiếm tỷ trọng 13%, mặc dù đã tăng mạnh 50% so với năm 2024 (Biểu đồ 2). Các quy định mới hạn chế sự tham gia của NĐT cá nhân vào thị trường phát hành riêng lẻ đã chính thức có hiệu lực từ ngày 1/1/2026. Theo [bộ Luật số 56/2024/QH15](#), chỉ cho phép các NĐTCKCN là cá nhân giao dịch trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm và có tài sản đảm bảo hoặc bảo lãnh thanh toán. Do tỷ trọng NĐT cá nhân đã giảm xuống kể từ năm 2022, các quy định mới khó có thể gây ra cú sốc cầu và thay vào đó sẽ tăng cường bảo vệ nhà đầu tư và củng cố kỷ luật thị trường.

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

Trong năm 2025, giá trị trái phiếu chào bán công khai tiếp tục tăng, chiếm 13% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành nhưng giá trị phát hành riêng lẻ vẫn chiếm đa số



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Trong khi đó, cơ sở nhà đầu tư tổ chức trong nước vẫn tương đối hạn chế, cũng có vai trò trung tâm của các ngân hàng với tư cách là cả tổ chức phát hành và nhà đầu tư. Đối với các NHTM, trái phiếu là công cụ huy động vốn quan trọng để tối ưu hóa cơ cấu nợ, tăng cường bộ đệm vốn theo hiệp định Basel II/III, cải thiện hệ số CAR và hỗ trợ tăng trưởng tín dụng.

Đối với ngành BĐS, mặc dù thị phần đã giảm xuống sau cuộc khủng hoảng năm 2022, nhưng niềm tin của NĐT đã dần cải thiện. Các doanh nghiệp phát triển yếu kém dần bị loại bỏ, trong khi phát hành tập trung hơn vào các nhóm có cơ cấu vốn & quản trị tốt, đặc biệt là các doanh nghiệp trong hệ sinh thái VHM và các tổ chức liên kết với Tập đoàn Masterise.

Về mặt chính sách, ngày 31/12/2025, NHNN đã ban hành Công văn số 11686/NHNN-CSTT nêu rõ định hướng tăng trưởng tín dụng cho năm 2026, đặt mục tiêu tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống ở mức 15% trong năm 2026, so với ước tính 19% trong năm 2025. Mặc dù tín dụng tăng trưởng nhanh chóng trong năm 2025 đã hỗ trợ tăng trưởng ngắn hạn nhưng cũng làm gia tăng lo ngại về chất lượng tài sản và sự ổn định tài chính. Một điều chỉnh chính sách quan trọng là việc kiểm soát chặt chẽ hơn hoạt động cho vay đối với lĩnh vực BĐS, quy định tăng trưởng tín dụng cho lĩnh vực này tại mỗi ngân hàng không vượt quá tăng trưởng tín dụng chung của chính ngân hàng đó, đồng thời giảm hệ số điều chỉnh từ 3,5% xuống 2,6%, và giới hạn tăng trưởng tín dụng hàng quý ở mức 25% hạn mức hàng năm.

Những biện pháp này nhấn mạnh lập trường chính sách rõ ràng của NHNN là hạn chế nguồn vốn tín dụng chảy vào các lĩnh vực rủi ro cao như BĐS, đồng thời ưu tiên tài trợ cho hoạt động sản xuất, kinh doanh, và xuất khẩu. Do tăng trưởng tín dụng giới hạn ở mức khoảng 15% trong năm 2026, tăng trưởng kinh tế sẽ ngày càng phụ thuộc vào chính sách tài khóa & thị trường vốn. Từ đó, thị trường TPDN đóng vai trò quan trọng trở thành kênh huy động thay thế cho các doanh nghiệp, đặc biệt là khi điều kiện cho vay của các ngân hàng trở nên chọn lọc hơn.

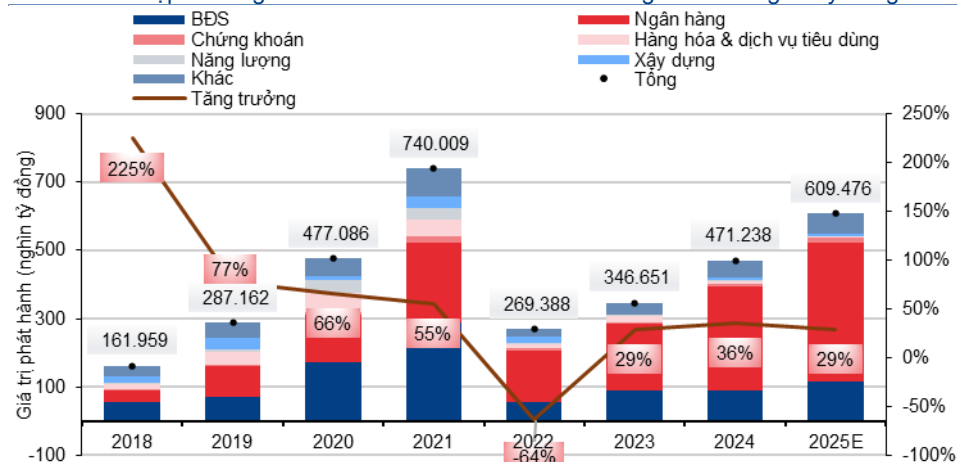
Bước sang năm 2026, HSC dự báo thị trường TPDN sẽ tiếp tục là kênh huy động bổ sung cho các doanh nghiệp phát triển BĐS có tình hình tài chính mạnh, dự án minh bạch và dòng tiền rõ ràng. Ngược lại, các doanh nghiệp phát hành có tỷ lệ đòn bẩy cao và kém minh bạch sẽ tiếp tục gặp thách thức trong việc tiếp cận thị trường trong bối cảnh quy định & yêu cầu công bố thông tin chặt chẽ hơn.

Phát hành tăng tốc cuối năm, ngân hàng giữ vai trò dẫn dắt

Phát hành tăng tốc mạnh mẽ trong tháng 12/2025 với tổng giá trị phát hành đạt 84,6 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất kể từ tháng 6/2025, tăng 3% so với cùng kỳ và tăng 153% so với tháng trước, nâng tổng giá trị phát hành cả năm 2025 lên 609,5 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 29%, vượt đáng kể giá trị năm 2020 và chỉ còn cách đỉnh năm 2021 khoảng 132 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 3-4). Kết quả này khẳng định sự hồi phục rõ rệt trong hoạt động phát hành nhưng tính chọn lọc vẫn rất lớn (Mời xem Biểu đồ 22 trong phần Phụ lục).

Biểu đồ 3: Giá trị trái phiếu phát hành hàng năm theo ngành

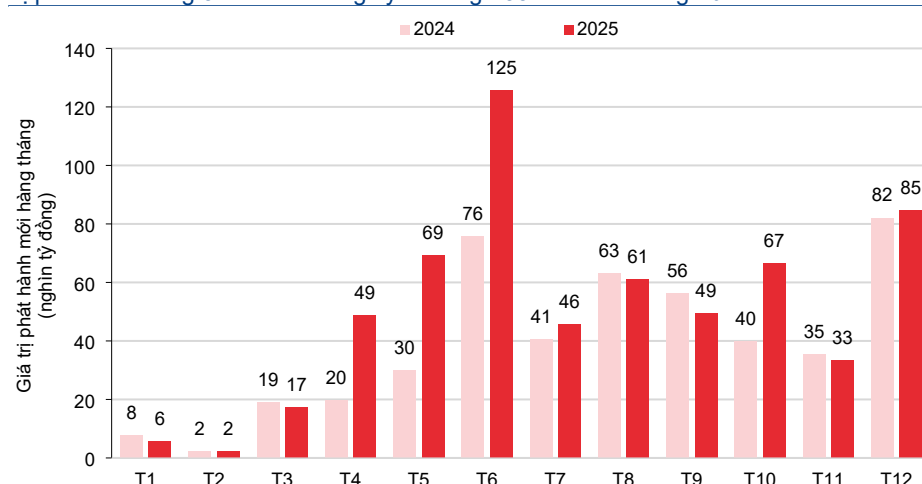
Trong năm 2025, giá trị phát hành tăng trưởng 29% lên 609,5 nghìn tỷ đồng, vượt xa năm 2020 và thu hẹp khoảng cách với mức đỉnh năm 2021 xuống còn 132 nghìn tỷ đồng



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 8/1/2026.
Nguồn: HNX, HSC

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

Tháng 12/2025 ghi nhận sự tăng tốc mạnh của hoạt động phát hành TPDN, với tổng giá trị phát hành tăng 3% so với cùng kỳ và tăng 153% so với tháng trước



Nguồn: HNX, HSC

Phát hành đại chúng tăng trưởng kỷ lục 50% trong năm 2025 đạt 54,4 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, kênh này vẫn chỉ đóng góp khoảng 9% tổng giá trị phát hành mới, phản ánh tác động rõ rệt của việc thắt chặt quy định theo [Nghị định 245/2025/NĐ-CP](#), có hiệu lực từ tháng 9/2025, quy định bắt buộc xếp hạng tín nhiệm. Do đó, phát hành đại chúng chủ yếu đến từ các tổ chức phát hành lớn và uy tín, trong đó các NHTM đóng góp gần 80%, tiếp theo là các CTCK với 15%.

Các ngân hàng tiếp tục là trụ cột của thị trường trong tháng 12, phát hành 55,8 nghìn tỷ đồng, tăng 84% so với cùng kỳ. BID (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 41.900đ) tích cực nhất, hoàn thành 6 đợt phát hành riêng lẻ với tổng giá trị 9,3 nghìn tỷ đồng, với lãi suất khi phát hành dao động từ 6,1-6,7% và kỳ hạn từ 2-15 năm. Thời gian tới, [BID dự kiến phát hành ra công chúng tối đa 9 nghìn tỷ đồng](#) trái phiếu trong năm 2026 đa dạng hóa nguồn vốn huy động, tăng cường vốn cấp 2, và đảm bảo tuân thủ các hệ số an toàn của NHNN, đồng thời hỗ trợ tăng trưởng tín dụng cho kinh tế. Đối với kênh phát hành đại chúng, [KLB](#) (Chưa khuyến nghị) và [VAB](#) (Chưa khuyến nghị) đã phát hành lần lượt 1 nghìn tỷ đồng (lãi suất 7,1%, kỳ hạn 7 năm) và 92 tỷ đồng (lãi suất 7,7%, kỳ hạn 7 năm).

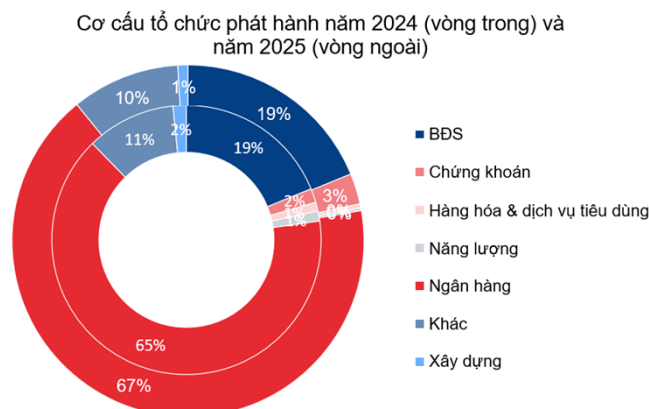
Trong năm 2025, ngân hàng phát hành 407,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 33% và tương đương 67% tổng giá trị phát hành trên thị trường (Biểu đồ 5). TPDN tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong chiến lược huy động vốn của các NHTM, hỗ trợ việc tuân thủ các yêu cầu về vốn theo hiệp ước Basel II/III. TCB (Mua vào, giá mục tiêu 46.000đ), OCB (Mua vào, giá mục tiêu 14.900đ), ACB (Mua vào, giá mục tiêu 32.300đ) và BID là những tổ chức phát hành tích cực nhất trong năm với giá trị phát hành lần lượt ở mức 50,8 nghìn tỷ đồng, 37,2 nghìn tỷ đồng, 36,9 nghìn tỷ đồng và 33,7 nghìn tỷ đồng.

Giá trị phát hành ngành BĐS cũng tăng mạnh 35% so với cùng kỳ, đạt 12,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 12, dẫn đầu là [Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển Bất động sản Phát Đạt](#) (Chưa niêm yết) với 5,4 nghìn tỷ đồng (lãi suất 11%, kỳ hạn 3 năm) và [CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn](#) (Chưa niêm yết) với 2 nghìn tỷ đồng (lãi suất 12,5%, kỳ hạn 2 năm). Mặc dù vẫn thấp hơn giai đoạn trước khủng hoảng, giá trị phát hành ngành BĐS tiếp tục phục hồi trong năm 2025 với tổng giá trị phát hành cả năm tăng trưởng 29% đạt 114,6 nghìn tỷ đồng, tương đương 19% tổng giá trị phát hành (Biểu đồ 5).

Đáng chú ý, các tổ chức phát hành trái phiếu BĐS lớn nhất, bao gồm VHM (15 nghìn tỷ đồng), BĐS Trường Minh (Chưa niêm yết) (10 nghìn tỷ đồng), CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn (Chưa niêm yết) (10 nghìn tỷ đồng) và CTCP Thời đại mới T&T (Chưa niêm yết) (8,1 nghìn tỷ đồng), đều là công ty con hoặc trước đây có liên kết với hệ sinh thái VHM (giá mục tiêu 106.600đ). Điều này cho thấy hoạt động phát hành của ngành BĐS ngày càng tập trung vào các tập đoàn lớn, uy tín, bảng CĐKT mạnh, trong khi các doanh nghiệp phát triển yếu hơn ngày càng bị bỏ lại sau khi siết chặt quy định gần đây.

Biểu đồ 5: Cơ cấu tổ chức phát hành năm 2024 và 2025

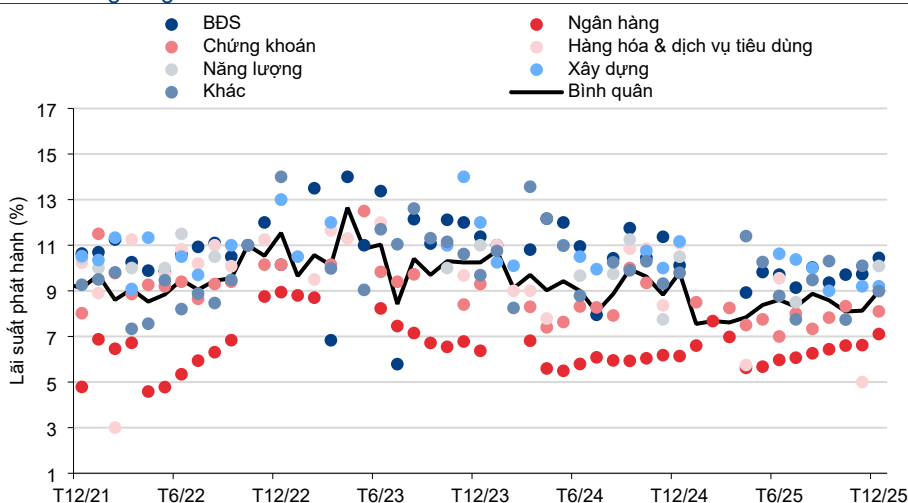
Hoạt động phát hành tiếp tục chủ yếu đến từ ngành Ngân hàng với tỷ trọng tăng nhẹ lên 67%, theo sau là ngành BĐS vẫn duy trì đà tăng trưởng tích cực



Nguồn: HNX, HSC

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

Lãi suất phát hành bình quân trong tháng 12 giảm 81 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng tăng 86 điểm cơ bản so với tháng trước, lên khoảng 9%, cho thấy chi phí huy động đang có xu hướng tăng dần



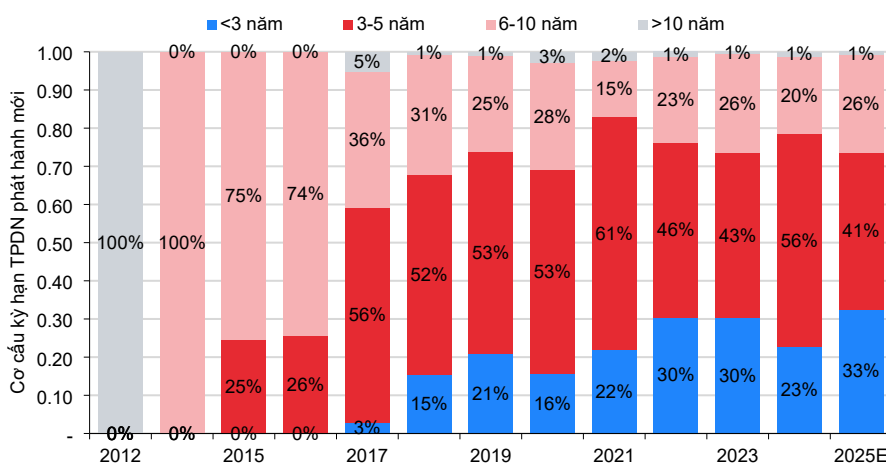
Ghi chú: Trái phiếu không lãi suất & trái phiếu chuyển đổi không được tính lãi suất bình quân.
Nguồn: HNX, HSC

Đối với chi phí huy động, lợi suất phát hành bình quân tháng 12 giảm 81 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng tăng 86 điểm cơ bản so với tháng trước lên khoảng 9%, cho thấy chi phí huy động đang tăng dần. Lợi suất trái phiếu ngành Ngân hàng bình quân ở mức 7,1%, tăng 96 điểm cơ bản so với cùng kỳ, trong khi lợi suất bình quân ngành BĐS là 10,5%, tăng 33 điểm cơ bản so với cùng kỳ (Biểu đồ 6). Đáng chú ý, [Khái Hoàn Land](#) (KHG, Chưa khuyến nghị) đã phát hành 80 tỷ đồng với lợi suất cao nhất trong tháng ở mức 13,5% cho kỳ hạn 5 năm.

Trong cả năm 2025, phát hành trái phiếu vẫn tập trung vào kỳ hạn từ 3 đến 5 năm. Tuy nhiên, giá trị phát hành ở các kỳ hạn ngắn hơn (dưới 3 năm) và trung bình (6-10 năm) đã tăng lên so với năm 2024, cho thấy thị trường dần trở lại bình thường và kỳ hạn phân bổ cân bằng hơn (Biểu đồ 7).

Biểu đồ 7: Cơ cấu kỳ hạn TPDN phát hành mới hàng năm

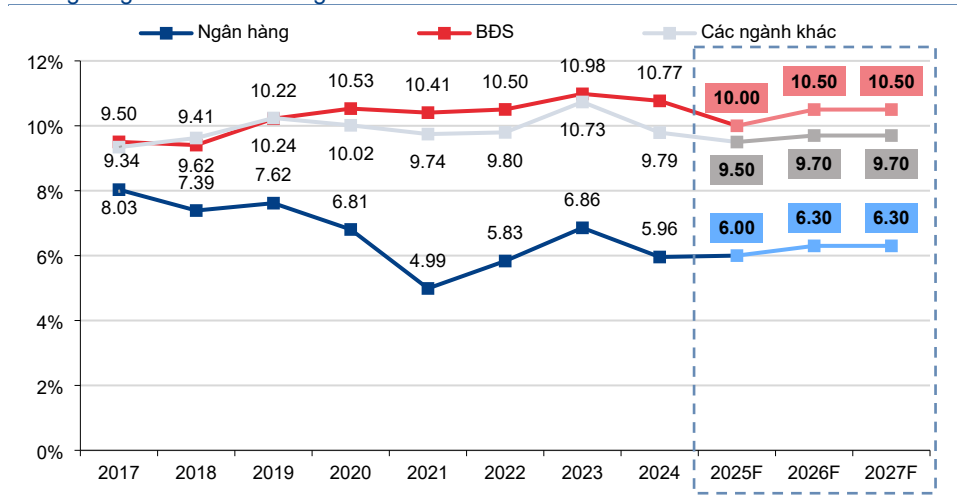
Kỳ hạn phát hành bình quân trong năm 2025 vẫn tập trung chủ yếu ở nhóm từ 3-5 năm



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 8: Dự báo lãi suất phát hành TPDN

Chúng tôi giữ nguyên dự báo lãi suất TPDN sẽ tăng trong năm 2026, song hành với xu hướng tăng của lãi suất tiền gửi



Nguồn: HSC

Lãi suất phát hành bình quân ở mức 6,2% đối với ngành Ngân hàng, 9,8% đối với ngành BĐS và 9% đối với những ngành khác, sát với [dự báo của chúng tôi](#) cho năm 2025 (Biểu đồ 8). Chúng tôi tiếp tục dự báo lãi suất TPDN sẽ tăng nhẹ trong năm 2026, cùng với xu hướng tăng của lãi suất tiền gửi, phản ánh môi trường chi phí huy động thận trọng hơn trong thời gian tới (Mời xem: [Triển vọng thị trường TPDN năm 2026-2027: Bước vào chương phát triển mới](#), HSC, ngày 1/12/2025).

Hoạt động mua lại đạt mức cao kỷ lục trong năm 2025

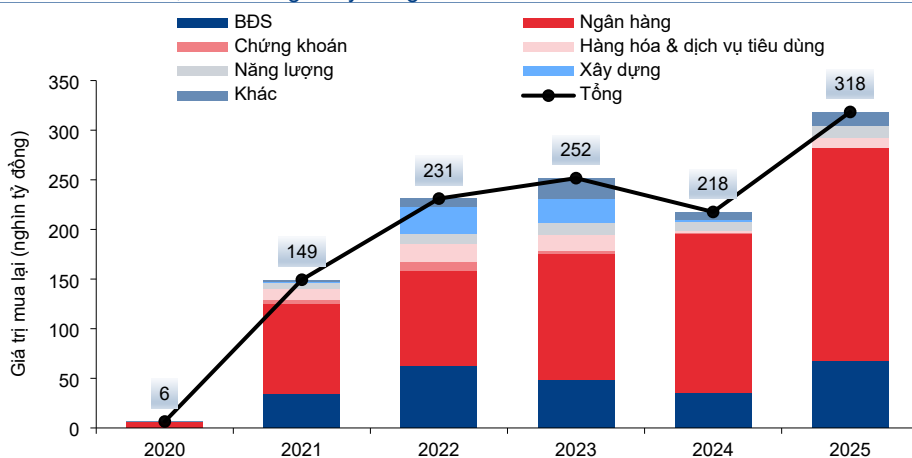
Hoạt động mua lại TPDN đã phục hồi mạnh mẽ trong tháng 12, chấm dứt 3 tháng suy giảm liên tiếp. Tổng giá trị mua lại đạt 41,7 nghìn tỷ đồng, chỉ giảm 2% so với cùng kỳ nhưng tăng mạnh 133% so với tháng trước, cho thấy việc quản lý nợ chủ động hơn trong bối cảnh phát hành trái phiếu hồi phục trong giai đoạn cuối năm.

Động lực chính tiếp tục là ngành Ngân hàng với tổng giá trị mua lại đạt 25,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 12, giảm 26% so với cùng kỳ nhưng tăng 97% so với tháng trước. Đáng chú ý, hoạt động mua lại của ngành BĐS gia tăng mạnh mẽ đạt 11,7 nghìn tỷ đồng, tăng 1,5 lần so với cùng kỳ, phản ánh nỗ lực củng cố bảng CĐKT và đẩy nhanh tái cấu trúc nợ của một số doanh nghiệp phát triển lớn. Các doanh nghiệp mua lại nhiều nhất trong tháng bao gồm Capitaland Tower (Tư nhân) (6,7 nghìn tỷ đồng), VIB (Mua vào, giá mục tiêu 22.700đ) (4,8 nghìn tỷ đồng), TPB (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 19.000đ) (4 nghìn tỷ đồng) và OCB (3,7 nghìn tỷ đồng).

Trong cả năm 2025, tổng giá trị mua lại trái phiếu tăng lên mức cao kỷ lục 318,4 nghìn tỷ đồng, tăng 46% so với cùng kỳ và tương đương 52% tổng giá trị phát hành mới trong năm (so với 46% trong năm 2024), đánh dấu năm tăng trưởng thứ 3 liên tiếp sau giai đoạn thị trường biến động năm 2022. Điều này cho thấy quá trình tái cấu trúc nợ và kỷ luật tài chính ổn định (Biểu đồ 9-10).

Biểu đồ 9: Giá trị trái phiếu mua lại hàng năm theo ngành

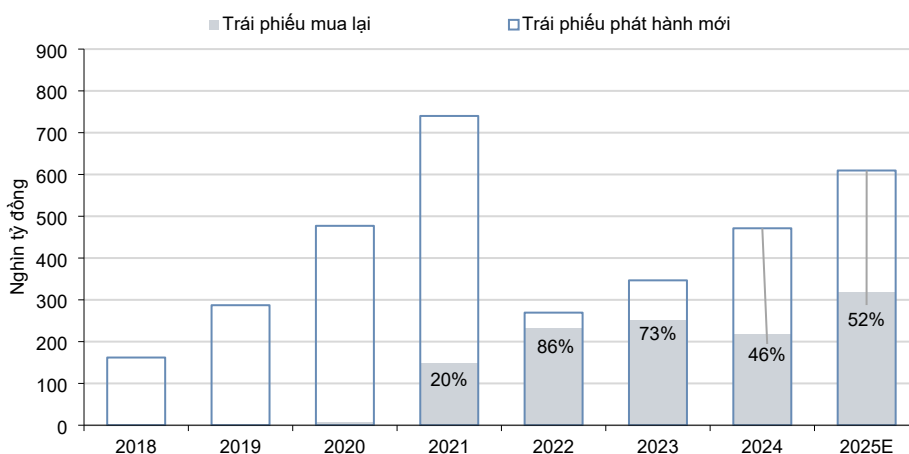
Tổng giá trị trái phiếu được mua lại trong năm 2025 đạt mức cao kỷ lục, tăng mạnh 46% so với năm 2024, lên 318 nghìn tỷ đồng



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 10: Giá trị trái phiếu: Mua lại & Phát hành mới

Giá trị trái phiếu mua lại bằng 52% giá trị phát hành mới trong năm 2025



Nguồn: HNX, HSC

Cơ cấu theo ngành, ngành Ngân hàng đóng góp 67% tổng giá trị mua lại trái phiếu năm 2025, tăng 34% so với cùng kỳ. Điều này nhấn mạnh vai trò của TPDN như một công cụ quản lý bằng CDKT linh hoạt. Các ngân hàng mua lại tích cực nhất trong năm bao gồm: TCB (36,1 nghìn tỷ đồng), OCB (29,2 nghìn tỷ đồng), TPB (21,5 nghìn tỷ đồng) và MBB (Mua vào, giá mục tiêu 30.400đ) (21 nghìn tỷ đồng). Trong khi đó, giá trị mua lại trái phiếu BĐS tăng mạnh 93% so với cùng kỳ, tương đương khoảng 21% tổng giá trị mua lại, dẫn đầu là CapitalLand Tower (6,7 nghìn tỷ đồng) và NVL (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 17.000đ) (5,1 nghìn tỷ đồng).

Nhìn chung, hoạt động mua lại phục hồi cho thấy chất lượng thị trường đang dần cải thiện khi các tổ chức phát hành quản lý thanh khoản và nghĩa vụ nợ tốt hơn, tạo nền tảng ổn định cho thị trường TPDN năm 2026 trong bối cảnh các tiêu chuẩn quản lý được thắt chặt.

Rủi ro đáo hạn dịch chuyển sang giai đoạn 2026–2027

Tổng giá trị đáo hạn trong tháng 12 đạt 33,4 nghìn tỷ đồng, giảm 27% so với cùng kỳ nhưng tăng 7 lần so với tháng trước, đánh dấu thang có giá trị đáo hạn cao nhất năm 2025. Cơ cấu đáo hạn tập trung chủ yếu ở hai ngành chính, trong đó ngành Ngân hàng chiếm 40% và ngành BĐS chiếm 34% tổng giá trị đáo hạn. Các tổ chức phát hành có trái phiếu đáo hạn lớn nhất trong tháng bao gồm Agribank (Chưa niêm yết)

(4,4 nghìn tỷ đồng), Sun Valley (Chưa niêm yết) (3,6 nghìn tỷ đồng) và BID (3,5 nghìn tỷ đồng).

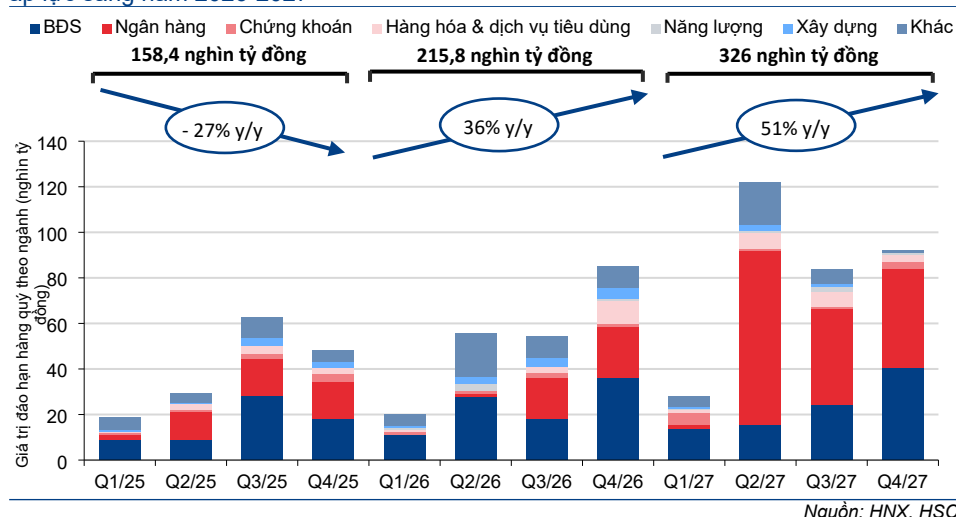
Trong cả năm 2025, tổng giá trị đáo hạn giảm mạnh 27% so với cùng kỳ xuống 158 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ năm 2021, chủ yếu do những nỗ lực kéo dài kỳ hạn chủ động của các tổ chức phát hành thông qua tái cấu trúc và gia hạn thanh toán theo [Nghị định 08/2023/NĐ-CP](#), giúp giảm đáng kể sức ép thanh toán ngắn hạn & ổn định tâm lý thị trường trong cả năm.

Các khoản trái phiếu đáo hạn lớn nhất năm 2025 bao gồm: ACB (17,5 nghìn tỷ đồng), VHM (9 nghìn tỷ đồng), CTG (Mua vào, giá mục tiêu 43.419đ) (9 nghìn tỷ đồng) và VFS (niêm yết tại Mỹ) (7,6 nghìn tỷ đồng). Đáng chú ý, các tổ chức phát hành này đều có năng lực tài chính và khả năng tiếp cận nguồn vốn tương đối tốt.

Tuy nhiên, áp lực đáo hạn hạ nhiệt trong năm 2025 chủ yếu nhờ chuyển dịch thời điểm thanh toán thay vì xử lý hoàn toàn rủi ro. Chúng tôi ước tính tổng giá trị đáo hạn sẽ tăng trưởng lần lượt 36% và 51% trong năm 2026-2027 do tác động từ các đợt gia hạn thanh toán được thực hiện trong giai đoạn 2022-2024. Trong năm 2026, ngành BĐS ước tính sẽ đóng góp 43% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn, trong khi ngành Ngân hàng ước tính sẽ đóng góp khoảng 30%, cho thấy áp lực tái cấp vốn đang gia tăng, đặc biệt đối với các doanh nghiệp phát triển BĐS có bảng CĐKT hoặc khả năng tiếp cận thị trường vốn hạn chế (Biểu đồ 11-12).

Biểu đồ 11: Giá trị đáo hạn hàng quý theo ngành

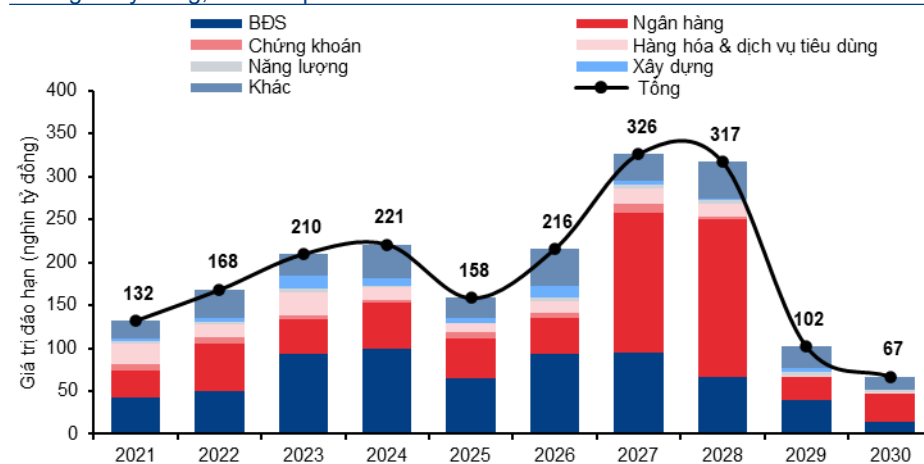
Áp lực đáo hạn đã hạ nhiệt trong năm 2025 nhờ việc gia hạn kỳ hạn, nhưng đồng thời đẩy áp lực sang năm 2026-2027



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 12: Giá trị đáo hạn hàng năm theo ngành

Tổng giá trị TPDN đáo hạn trong năm 2025 giảm mạnh 27% so với năm 2024, xuống còn 158 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ năm 2021



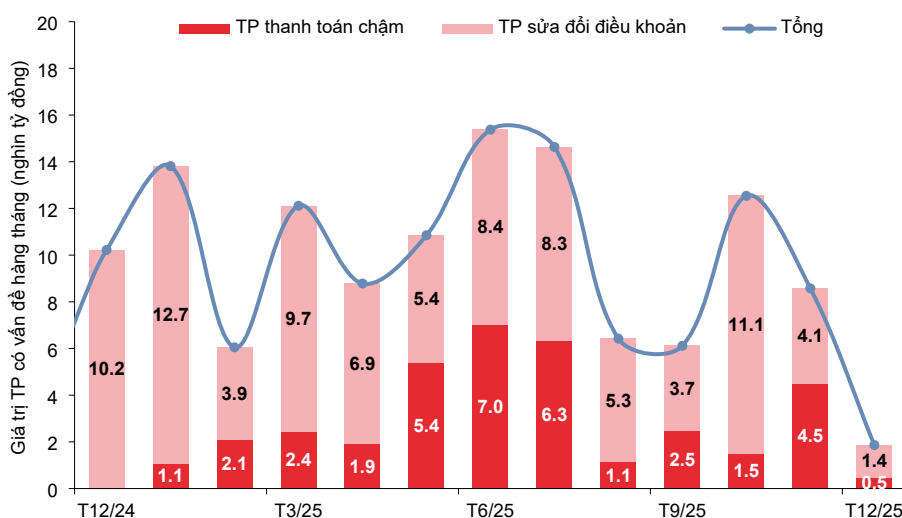
Nguồn: HNX, HSC

Trái phiếu có vấn đề năm 2025: Tâm điểm là trái phiếu tái cấu trúc

Đáng chú ý, giá trị trái phiếu doanh nghiệp có vấn đề mới trong tháng 12 đã giảm mạnh xuống 1,9 nghìn tỷ đồng, giảm 82% so với cùng kỳ và giảm 78% so với tháng trước, mức thấp nhất kể từ tháng 12/2022. Trái phiếu chậm thanh toán trong tháng chủ yếu liên quan đến chậm trả lãi. Cụ thể, [Sapphire Coast](#) (Chưa niêm yết) chậm thanh toán lãi hơn 22 tỷ đồng cho lô trái phiếu trị giá 469 tỷ đồng do gặp khó khăn về nguồn vốn. Ngược lại, trái phiếu điều chỉnh điều khoản khá ít, trong đó [Công ty TNHH Tư vấn và Dịch vụ Xây dựng Anh Quân](#) (Chưa niêm yết) gia hạn một lô trái phiếu từ tháng 11/2028 sang tháng 11/2029 (Biểu đồ 13-15).

Biểu đồ 13: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng quý

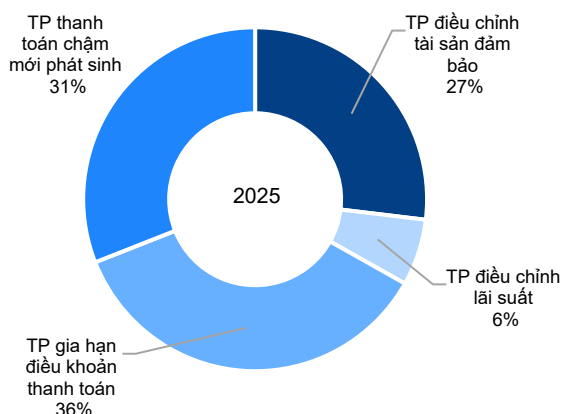
Giá trị TPDN có vấn đề mới trong tháng 12/2025 giảm mạnh 82% so với cùng kỳ xuống còn 1,9 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ tháng 12/2022



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 14: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề theo loại

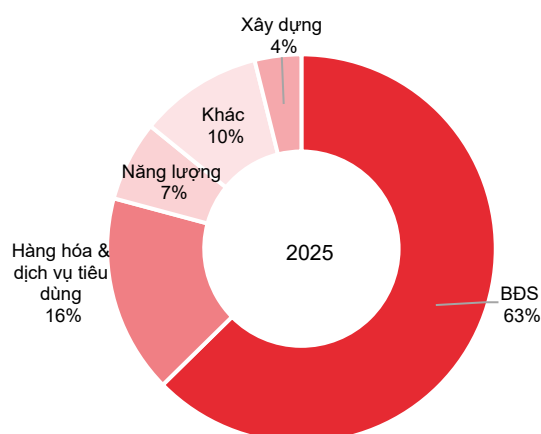
Phần lớn lượng trái phiếu có vấn đề là những trái phiếu được điều chỉnh kỳ hạn...



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 15: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề theo ngành

... và trong đó ngành BĐS chiếm tỷ trọng lớn



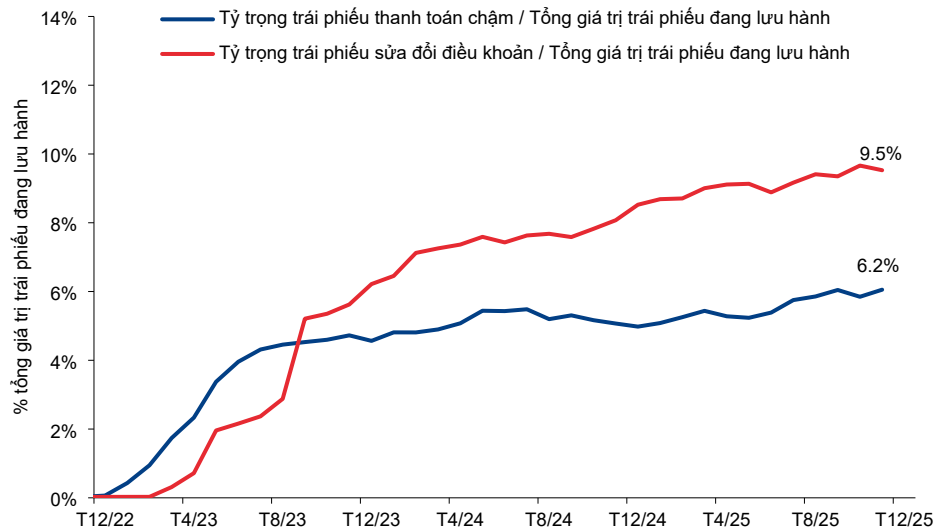
Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Tính đến cuối năm 2025, tổng giá trị trái phiếu có vấn đề đang lưu hành tương đương 15,7% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, trong đó bao gồm 6,2% trái phiếu chậm thanh toán và 9,5% trái phiếu điều chỉnh điều khoản (Biểu đồ 16). Cơ cấu này cho

thấy một phần đáng kể áp lực thanh toán đã được hấp thụ thông qua tái cấu trúc thay vì mất khả năng thanh toán trên diện rộng.

Biểu đồ 16: Giá trị đang lưu hành của trái phiếu có vấn đề*

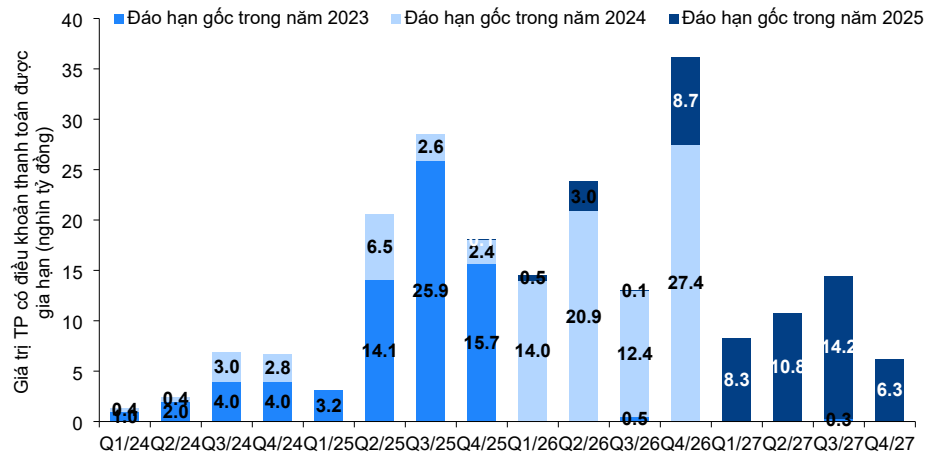
Giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm khoảng 15,7% tổng giá trị trái phiếu lưu hành



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 17: Lịch đáo hạn trái phiếu có điều khoản thanh toán được gia hạn

Khoảng 33% 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

HSC ước tính gần 52 nghìn tỷ đồng TPDN, tương đương 33% tổng giá trị trái phiếu dự kiến đáo hạn trong năm 2025, đã được gia hạn sang giai đoạn 2026-2027, giúp giảm bớt áp lực thanh toán ngắn hạn và hỗ trợ sự ổn định của thị trường trong năm 2025 (Biểu đồ 17). Tuy nhiên, điều này sẽ dịch chuyển rủi ro tín dụng sang tương lai với áp lực thanh toán sẽ gia tăng trở lại vào năm 2026 và đạt đỉnh vào năm 2027. Theo đó, rủi ro thanh toán đối với phần trái phiếu còn lại vẫn là mối quan tâm hàng đầu.

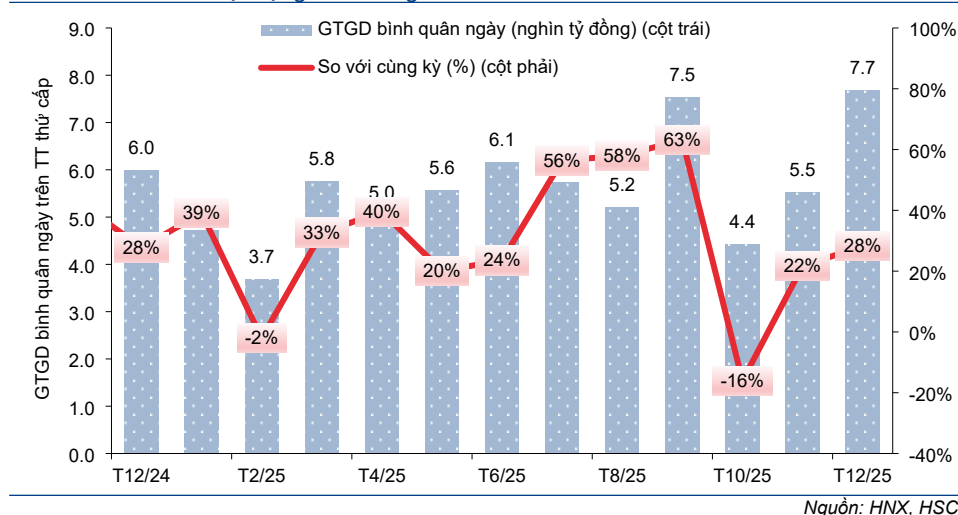
Thanh khoản trái phiếu phát hành riêng lẻ phục hồi diện rộng trên thị trường thứ cấp

Thị trường thứ cấp của TPDN phát hành riêng lẻ đặc biệt sôi động trong tháng 12/2025. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 7,7 nghìn tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ và tăng 39% so với tháng trước, mức cao nhất kể từ khi thị trường chính thức hoạt

động vào tháng 7/2023. Từ đó, tổng giá trị giao dịch trong tháng tăng 34% so với cùng kỳ lên 176,8 nghìn tỷ đồng, mức cao kỷ lục mới (Biểu đồ 18). Thanh khoản trong tháng 12 tập trung vào trái phiếu do các doanh nghiệp phát hành, bao gồm Công ty Xây dựng Phát triển 3 (Chưa niêm yết), VIB, CTCP Thời đại Mới T&T và VPB (Mua vào, giá mục tiêu 35.200đ).

Biểu đồ 18: GTGD bình quân ngày trên sàn giao dịch TPDN HNX

Trong tháng 12, thanh khoản bình quân ngày trên thị trường thứ cấp tăng mạnh 28% so với cùng kỳ và tăng 39% so với tháng trước, đánh dấu mức cao nhất kể từ khi thị trường chính thức đi vào hoạt động vào tháng 7/2023



Bảng 19: Trái phiếu doanh nghiệp giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX, năm 2025

Trái phiếu của các công ty: Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức, VHM, VFS và ACB có giá trị giao dịch cao nhất trong năm 2025

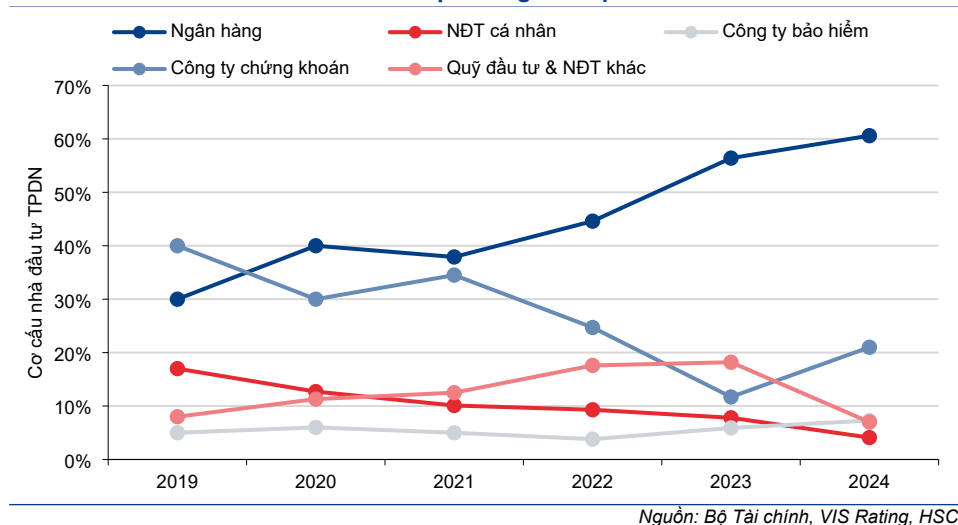
STT	Tổ chức phát hành	Mã TP	Ngành	GTGD (nghìn tỷ đồng)
1	Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức	VDI12101	BDS	41.70
2	VHM	VHM12501	BDS	39.70
3	VHM	VHM12502	BDS	28.60
4	VFS	VIF12402	Sản xuất	18.80
5	ACB	ACB12408	Ngân hàng	17.30
6	VIB	VIB12410	Ngân hàng	16.20
7	Công ty TNHH Phát triển Kinh doanh Xây dựng 3	XD312301	Ngân hàng	13.10
8	Công ty TNHH Dịch vụ Thương mại Tổng hợp An Thịnh	ATL12501	Ngân hàng	13.00
9	VFS	VIF12501	Sản xuất	12.60
10	CTCP Đầu tư Phát triển BDS TMT	TMR12301	BDS	12.40

Nguồn: HNX, HSC

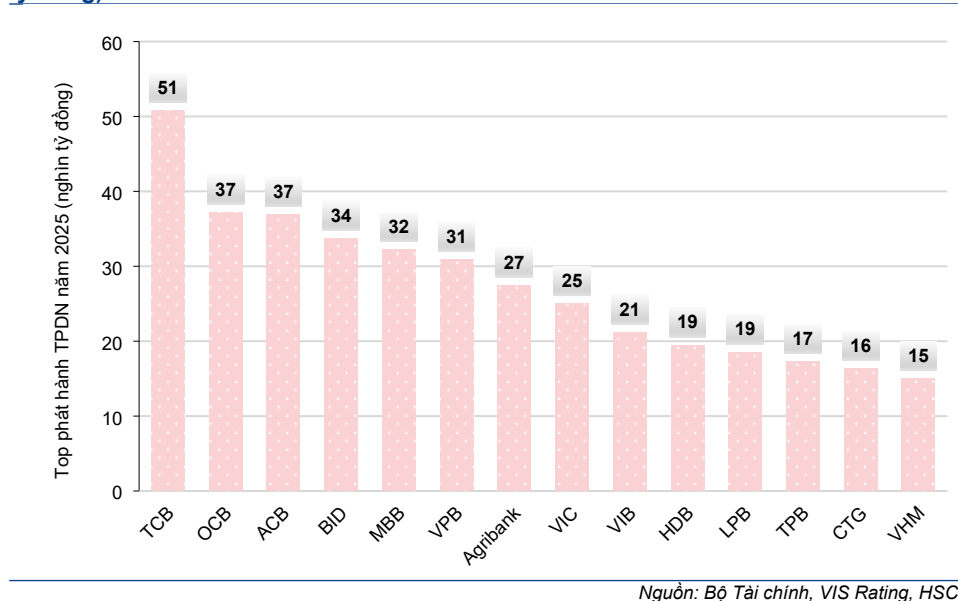
Trong cả năm, thanh khoản trên thị trường thứ cấp đã cải thiện đáng kể với tổng giá trị giao dịch đạt 1.396 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 27%, tương đương giá trị giao dịch bình quân ngày đạt khoảng 5,6 nghìn tỷ đồng, so với 4,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2024. Trái phiếu của các tổ chức phát hành được giao dịch nhiều nhất trong năm bao gồm Công ty Việt Đức (Chưa niêm yết), VHM, VFS và ACB (Biểu đồ 19).

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 20: Cơ cấu NĐT TPDN trên thị trường sơ cấp



Biểu đồ 21: Nhóm các tổ chức phát hành trái phiếu lớn nhất trong năm 2025 (nghìn tỷ đồng)



Bảng 22: TPDN phát hành mới trong tháng 12/2025

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)
12/1/2025	VAB	VAB12501	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	300	7	7.6
12/2/2025	CTCP May – Diêm Sài Gòn	MSG32508	BDS	Phát hành riêng lẻ	1,000	9	9.0
12/2/2025	TPB	TPB12546	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	47	10	8.0
12/2/2025	BAB	BAB12510	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.5
12/3/2025	CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	KHG12502	BDS	Phát hành riêng lẻ	80	5	13.5
12/3/2025	VPB	VPB12515	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	5	6.4
12/3/2025	HDB	HDB12509	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	120	5	6.8
12/3/2025	TCB	TCB12524	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	6.5
12/5/2025	CTCP Dịch vụ Cấp treo Bà Nà	BNC12503	BDS	Phát hành riêng lẻ	190	5	10.5
12/5/2025	VIB	VIB12508	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	3,000	3	6.9
12/5/2025	CTCP Tập đoàn Nhựa Bình Thuận	BP112501	Sản xuất	Phát hành riêng lẻ	260	7	5.9
12/5/2025	Công ty TNHH Liên doanh Đầu tư Xây Tam Trinh	TAT32502	Xây dựng	Phát hành riêng lẻ	1,100	6	9.2
12/8/2025	BCM	BCM12504	BDS	Phát hành riêng lẻ	900	3	10.3
12/8/2025	CTCP Chứng khoán APG	APG12501	Chứng khoán	Phát hành riêng lẻ	300	2	8.0
12/8/2025	CTCP Công nghệ Tài chính Encapital	ECF12502	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	280	2	9.5
12/9/2025	CTCP May – Diêm Sài Gòn	MSG32509	BDS	Phát hành riêng lẻ	620	9	9.0
12/10/2025	KLB	KLB7Y202501	Ngân hàng	Chào bán công khai	1,000	7	7.1
12/10/2025	TPB	TPB12547	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	16	10	8.2
12/10/2025	TCB	TCB12525	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	6.5
12/10/2025	OCB	OCB12530	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	6.4
12/12/2025	CTCP Đầu tư và Phát triển Hạ tầng Nam Quang	TNQ32505	BDS	Phát hành riêng lẻ	500	7	9.0
12/12/2025	VND	VNDL2528002	Chứng khoán	Chào bán công khai	1,000	3	8.3
12/12/2025	VND	VNDL2527001	Chứng khoán	Chào bán công khai	1,000	2	8.0
12/12/2025	CTCP Năng lượng Tái tạo Trung Nam	TRE32501	Năng lượng	Phát hành riêng lẻ	640	5	10.2
12/12/2025	VAB	TPVAB253203	Ngân hàng	Chào bán công khai	92	7	7.7
12/12/2025	BID	BID12558	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	142	7	6.1
12/12/2025	ABB	ABB12517	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	600	6	7.6
12/12/2025	ABB	ABB12516	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,600	6	7.6
12/12/2025	VPB	VPB12516	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	3,000	3	6.5
12/15/2025	MBB	MBB12527	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	50	7	7.0
12/15/2025	HDB	HDB12511	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	7	7.4
12/15/2025	HDB	HDB12510	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	300	8	7.5

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 8/1/2026.
 Nguồn: HNX, HSC

Bảng 23: TPDN phát hành mới trong tháng 12/2025 (tiếp)

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)
12/15/2025	VJC	VJC12505	Vận tải	Phát hành riêng lẻ	1,000	5	10.0
12/16/2025	CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn	TSO12503	BDS	Phát hành riêng lẻ	2,000	2	12.5
12/16/2025	MBB	MBB12528	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	600	7	7.3
12/16/2025	VIB	VIB12509	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	3	7.5
12/16/2025	HDB	HDB12512	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	600	7	7.5
12/16/2025	OCB	OCB12531	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	2	6.9
12/17/2025	MBB	MBB12529	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	100	7	7.0
12/18/2025	BCM	BCM12505	BDS	Phát hành riêng lẻ	440	5	10.3
12/18/2025	CTCP Đầu tư và Phát triển Hạ tầng Nam Quang	TNQ32506	BDS	Phát hành riêng lẻ	500	9	9.0
12/18/2025	VCB	VCB12501	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	2	5.8
12/18/2025	VJC	VJC12506	Vận tải	Phát hành riêng lẻ	1,000	5	10.0
12/19/2025	HDB	HDB12514	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,050	5	7.0
12/19/2025	HDB	HDB12513	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	80	3	6.4
12/19/2025	TPB	TPB12548	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	300	10	7.7
12/22/2025	MBB	MBB12530	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	10	7.0
12/23/2025	BID	BID12561	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	203	8	6.7
12/23/2025	TPB	TPB12549	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,500	10	8.2
12/23/2025	CTCP Thương mại và Dịch vụ Quốc tế THISO	STI12501	Thương mại	Phát hành riêng lẻ	2,200	3	8.0
12/24/2025	BID	BID12560	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	200	15	6.7
12/24/2025	BID	BID12559	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	800	15	6.7
12/24/2025	TCB	TCB12526	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	3	7.2
12/24/2025	VPB	VPB12517	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	2	7.6
12/24/2025	VIB	VIB12510	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	2	7.5
12/24/2025	BAB	BAB12511	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	7.5
12/24/2025	CTCCP Tecomen Holding	KRF12501	Sản xuất	Phát hành riêng lẻ	300	5	6.0
12/24/2025	CTCP In và Bao bì Goldsun	GSG12501	Sản xuất	Phát hành riêng lẻ	800	3	10.8
12/25/2025	HDC	HDC425001	BDS	Chào bán công khai	500	2	10.0
12/25/2025	TCX	TCX12504	Chứng khoán	Phát hành riêng lẻ	500	1	8.0
12/25/2025	VCP	VCP12501	Năng lượng	Phát hành riêng lẻ	500	3	10.0
12/25/2025	BID	BID12562	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	4,000	2	6.5
12/25/2025	Agribank	VBA12505	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	5,000	2	5.8
12/25/2025	HDB	HDB12515	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	2,000	2	7.5
12/26/2025	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BDS Phát Đạt	PDA12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	5,400	3	11.0

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 8/1/2026.
Nguồn: HNX, HSC

Bảng 24: TPDN phát hành mới trong tháng 12/2025 (tiếp)

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)
12/26/2025	VPI	VPI12504	BDS	Phát hành riêng lẻ	150	3	11.0
12/26/2025	ACB	ACB12521	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	400	5	7.0
12/26/2025	Công ty TNHH Miza Nghi Sơn	MZN12501	Sản xuất	Phát hành riêng lẻ	150	7	8.2
12/26/2025	VJC	VJC12507	Vận tải	Phát hành riêng lẻ	1,000	5	10.0
12/29/2025	MBB	MBB12531	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	430	7	6.7
12/29/2025	BID	BID12563	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	4,000	2	6.5
12/29/2025	LPB	LPB12515	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	3	7.5
12/29/2025	VJC	VJC12508	Vận tải	Phát hành riêng lẻ	1,000	5	10.0
12/30/2025	BSI	BSI12501	Chứng khoán	Phát hành riêng lẻ	300	1	8.2
12/30/2025	VBB	VBB12502	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,500	7	8.2
12/30/2025	VBB	VBB12501	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	1,000	7	7.4
12/30/2025	MBB	MBB12533	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	7	6.4
12/30/2025	SHB	SHB12507	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	600	7	8.2
12/30/2025	MBB	MBB12532	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	150	7	7.0
12/30/2025	CTCP Tập đoàn Đầu tư I.P.A	IPA12502	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	608	5	9.5
12/31/2025	SGR	SGR12501	BDS	Phát hành riêng lẻ	100	3	10.7
12/31/2025	SHB	SHB12508	Ngân hàng	Phát hành riêng lẻ	500	7	8.2
12/31/2025	VJC	VJC12509	Vận tải	Phát hành riêng lẻ	2,500	7	10.0

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/1/2026.
Nguồn: HNX, HSC

Bảng 25: 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