

### Thị trường TPCP năm 2025: Bước chuyển mình của mặt bằng lợi suất

#### 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

- Hoạt động phát hành tăng tốc mạnh về cuối năm, với phát hành tháng 12 đạt 64,6 nghìn tỷ đồng, qua đó đưa tổng phát hành TPCP cả năm lên mức kỷ lục 377,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%), dù vẫn chưa đạt mục tiêu phát hành năm 2025 của Chính phủ (500 nghìn tỷ đồng).
- Lợi suất được định giá lại ở mặt bằng cao hơn, sát với dự báo của chúng tôi, với lợi suất trên thị trường thứ cấp theo sát xu hướng tăng trên thị trường sơ cấp. Trong đó, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt chốt năm 2025 ở mức 3,25% và 4,04%. Áp lực tăng lợi suất trong trung hạn được dự báo sẽ tiếp diễn trong bối cảnh động lực tài khóa được duy trì, dù mặt bằng lợi suất vẫn thấp hơn lãi suất điều hành 4,5%.
- Căng thẳng thanh khoản trên thị trường tiền tệ cuối năm đã nhanh chóng hạ nhiệt sau khi NHNN bơm ròng 78,5 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO trong tháng 12, sau đó hút ròng 137,6 nghìn tỷ đồng trong 21 ngày đầu tháng 1. Điều này cho thấy thanh khoản LNH đang dần trở lại trạng thái bình thường sau giai đoạn thắt chặt tạm thời.

#### Phát hành tăng tốc cuối năm, tập trung ở kỳ hạn dài

Phát hành TPCP tăng tốc mạnh mẽ vào cuối năm, trong đó phát hành tháng 12 đạt mức cao nhất kể từ tháng 3/2025 khi KBNN huy động được 64,6 nghìn tỷ đồng, vượt xa kế hoạch tháng (49 nghìn tỷ đồng). Nguồn cung tiếp tục tập trung vào các kỳ hạn dài, dẫn đầu là kỳ hạn 10 năm, đây cũng là kỳ hạn duy nhất vượt mục tiêu phát hành năm, qua đó đưa tổng phát hành năm 2025 lên mức cao kỷ lục 377,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Lợi suất trên thị trường sơ cấp trong tháng 12/2025 điều chỉnh nhẹ với lãi suất trung thầu bình quân giảm nhẹ so với tháng trước xuống 3,75%. Cùng với đó, tỷ lệ đầu thầu thành công cũng cải thiện rõ rệt, phản ánh khả năng hấp thụ mạnh mẽ của thị trường trong bối cảnh nguồn cung tăng cao.

Sắp tới, lập trường tài khóa mở rộng được củng cố bởi tiến độ giải ngân đầu tư công tăng tốc sang đầu năm 2026, sẽ tiếp tục là động lực chính dẫn dắt thị trường TPCP. HSC duy trì dự báo kế hoạch phát hành sẽ tăng lên mức khoảng 550 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, nhiều khả năng duy trì áp lực tăng dần lên lợi suất thị trường sơ cấp.

#### Thị trường thứ cấp điều chỉnh mặt bằng lợi suất cao hơn

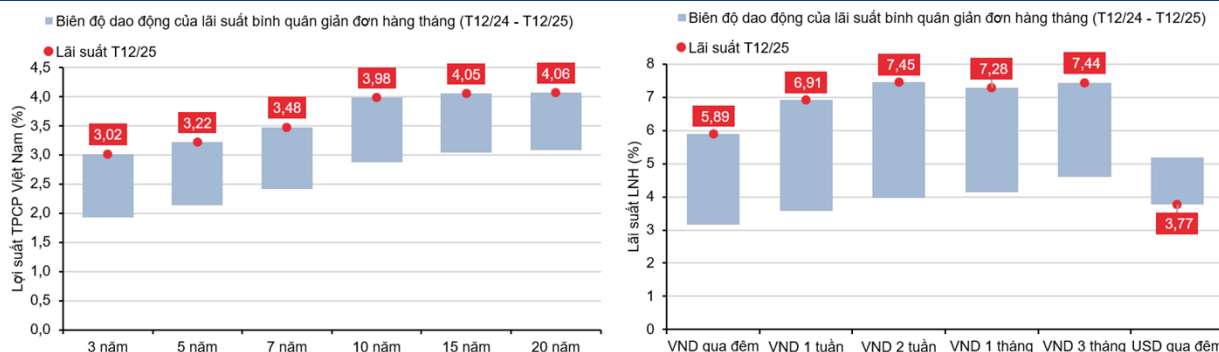
Thanh khoản trên thị trường thứ cấp đã cải thiện trong tháng 12 với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 490 triệu USD, nâng tổng giá trị giao dịch cả năm lên mức 132,2 tỷ USD, dẫn đầu là các giao dịch bán đứt (outright) (chiếm 83% giá trị giao dịch tháng 12). Lợi suất tiếp tục xu hướng tăng với lợi suất bình quân ở mức 3,65%, trong khi lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm kết thúc năm 2025 lần lượt ở mức 3,35% và 4,04%, sát với [dự báo của chúng tôi](#). Bước sang năm 2026, diễn biến lợi suất có sự phân hóa theo các kỳ hạn trong bối cảnh biến động toàn cầu gia tăng. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng lên khoảng 4,3% trong khi lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 10 năm ở mức 4,06%, tương đương chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ tăng lên âm 24 điểm cơ bản. Mặc dù bán ròng 0,7 triệu USD trong tháng 12, khối ngoại vẫn mua ròng 132 triệu USD trong cả năm 2025 và được kỳ vọng sẽ tham gia mạnh mẽ hơn khi lợi suất trong nước tăng lên và lãi suất toàn cầu hạ nhiệt.

#### Thị trường tiền tệ: Điều tiết áp lực siết chặt thanh khoản cuối năm

Thanh khoản LNH thắt chặt đáng kể trong tháng 12 với lãi suất cho vay qua đêm duy trì ở mức 6-7%, do hiệu ứng mùa vụ trong giai đoạn cuối năm, biến động tỷ giá và tăng trưởng tín dụng cao kỷ lục (khoảng 19% trong năm 2025). Trước diễn biến này, NHNN đã bơm ròng 78,5 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, nâng dự nợ repo đảo ngược lên mức cao kỷ lục 409 nghìn tỷ đồng, đồng thời nâng lãi suất OMO lên 4,5%. Điều kiện thanh khoản đã nhanh chóng cải thiện vào đầu năm 2026 với lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 2,84%. Điều này cho thấy nhịp độ cho vay tạm thời chậm lại trong tháng đầu năm. Trước những dấu hiệu thanh khoản cải thiện trong tháng 1, NHNN đã thu hẹp quy mô bơm thanh khoản qua thị trường OMO, dẫn tới rút ròng 137,6 nghìn tỷ đồng trong 21 ngày đầu tháng 1.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/1.

#### Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 12/2025



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

## Cập nhật thị trường TPCP tháng 12 và cả năm 2025

Lợi suất trên thị trường TPCP Việt Nam bước vào giai đoạn tái định giá lợi suất rõ nét vào cuối năm 2025, dưới tác động đồng thời của làn sóng tăng mạnh phát hành ở kỳ hạn dài, điều kiện thị trường tiền tệ thắt chặt hơn, cùng với xu hướng lợi suất Mỹ gia tăng. Giá trị phát hành cả năm đạt mức cao kỷ lục 377,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14%), trong đó kỳ hạn 10 năm chiếm ưu thế. Thanh khoản thị trường thứ cấp cải thiện nhưng lợi suất vẫn tiếp tục xu hướng tăng với kỳ hạn 5 năm và 10 năm đóng cửa năm 2025 lần lượt ở mức 3,25% và 4,04%, đồng thời chênh lệch lợi suất âm so với TPCP Mỹ cũng gia tăng. Khối ngoại vẫn tiếp tục mua ròng trong cả năm mặc dù rút ròng nhẹ trong tháng 12. Thời gian tới, chính sách tài khóa mở rộng và đẩy mạnh đầu tư công sẽ duy trì nguồn cung ở mức cao, đồng thời thúc đẩy đà tăng lợi suất TPCP trong năm 2026.

### Thị trường sơ cấp

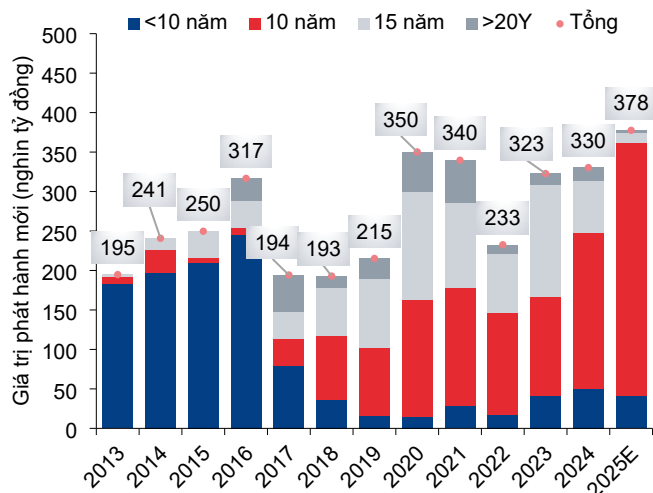
Phát hành TPCP tháng 12/2025 đạt mức cao nhất kể từ tháng 3/2025 đạt 64,6 nghìn tỷ đồng, cao gấp gần 9 lần so với cùng kỳ và vượt xa kế hoạch phát hành tháng 12 là [49 nghìn tỷ đồng](#). Hoạt động phát hành tiếp tục tập trung mạnh vào các kỳ hạn dài, trong đó kỳ hạn 10 năm chiếm 96% tổng giá trị phát hành và tăng 57% so với cùng kỳ. Trái phiếu kỳ hạn 5 năm mặc dù tăng 17% so với cùng kỳ nhưng chỉ chiếm 4% tổng giá trị phát hành, trong khi giá trị phát hành ở kỳ hạn 30 năm vẫn thấp với 52 tỷ đồng (Biểu đồ 26 trong phần Phụ lục).

Sau khi tăng tốc vào cuối năm, tổng giá trị phát hành TPCP trong Q4/2025 đã tăng mạnh lên gần 122 nghìn tỷ đồng, tăng 124% so với quý trước và tăng 108% so với cùng kỳ, hoàn thành 84% [kế hoạch phát hành quý](#) (Biểu đồ 5). Tính chung cả năm, giá trị phát hành lũy kế đạt mức cao kỷ lục 377,6 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 14%, hoàn thành 76% mục tiêu năm; trong đó, kỳ hạn 10 năm là kỳ hạn duy nhất vượt kế hoạch về giá trị phát hành (Biểu đồ 2).

Đối với tổ chức phát hành, KBNN đóng góp khoảng 98% tổng giá trị phát hành TPCP năm 2025, khẳng định vị thế áp đảo trên thị trường. Bên cạnh đó, thị trường chứng kiến sự trở lại của Ngân hàng Chính sách Xã hội lần đầu tiên kể từ cuối năm 2023 với 6 nghìn tỷ đồng được huy động trong tháng 11, đóng góp một phần nhỏ vào tổng nguồn cung trên thị trường (Biểu đồ 3).

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

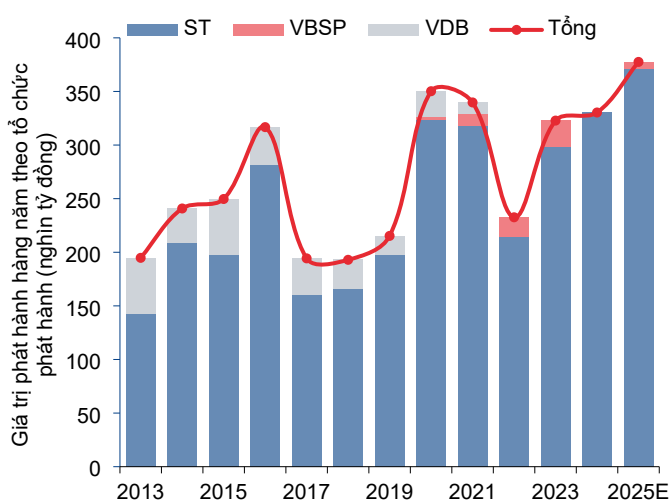
Tổng giá trị TPCP phát hành trong năm 2025 đã đạt mức cao kỷ lục dù vẫn chưa hoàn thành mục tiêu phát hành đầy tham vọng của Chính phủ, cho thấy nguồn cung tăng mạnh vào giai đoạn cuối năm



Nguồn: VBMA, HSC

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

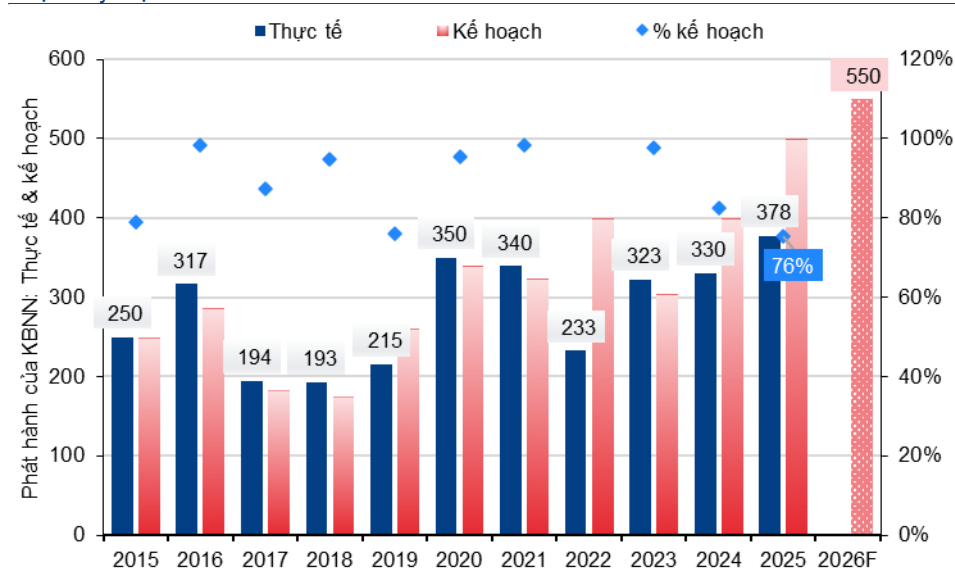
Kho bạc Nhà nước vẫn là tổ chức phát hành chủ đạo, đồng thời thị trường cũng ghi nhận hoạt động phát hành trở lại của Ngân hàng Chính sách Xã hội (VBSP) sau một năm vắng bóng



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 4: Phát hành trái phiếu của Kho bạc Nhà nước: Thực tế so với kế hoạch**

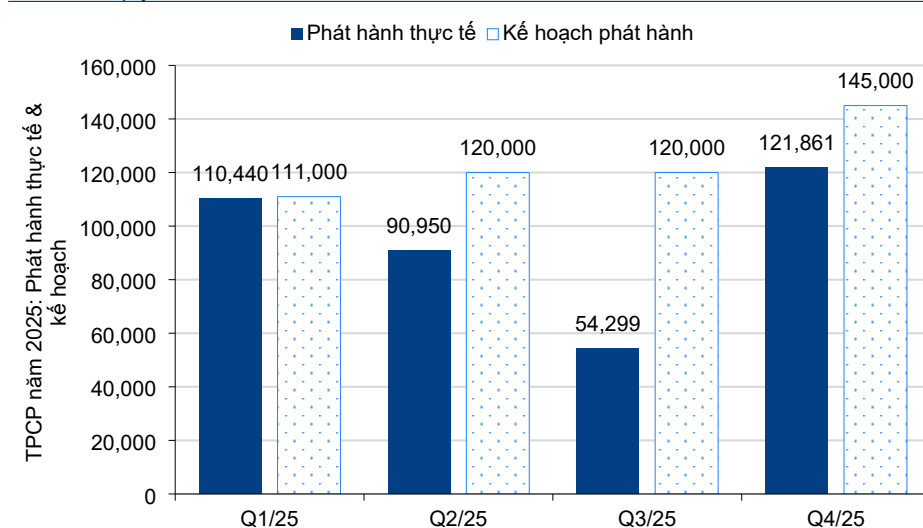
Chúng tôi ước tính kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2026 đạt khoảng 550 nghìn tỷ đồng, tăng 10% so với mục tiêu năm nay, trong bối cảnh kế hoạch đầu tư công được đẩy mạnh



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 5: Phát hành TPCP thực tế và kế hoạch, năm 2025**

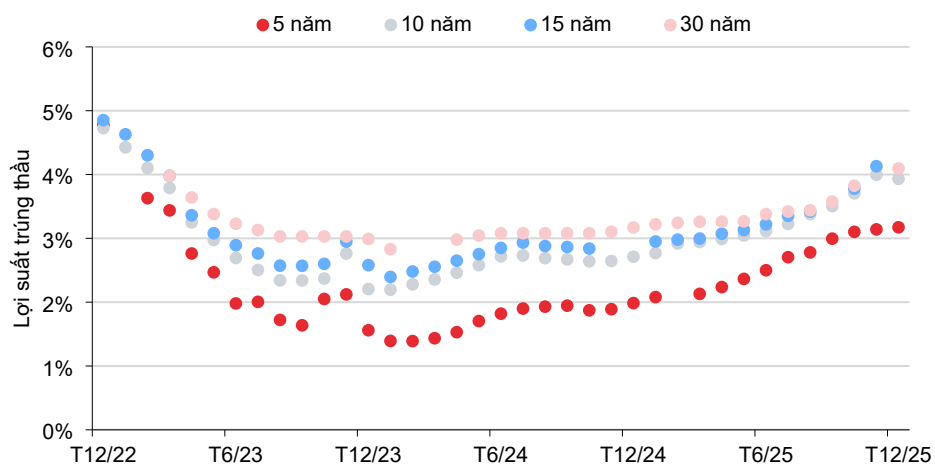
Nhờ khối lượng phát hành tăng mạnh trong tháng 12, tổng nguồn cung TPCP trong Q4/2025 đã tăng mạnh 124% so với quý trước, qua đó hoàn thành 84% kế hoạch phát hành của quý



Nguồn: VBMA, HSC

Đối với lợi suất, lợi suất trúng thầu bình quân trên thị trường sơ cấp đạt mức 3,75% trong tháng 12, tăng 111 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 3 điểm cơ bản so với tháng trước, chủ yếu do lợi suất trúng thầu kỳ hạn 10 năm giảm 6 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 6). Trong khi đó, tỷ lệ phát hành thành công bình quân tăng lên 78% từ mức 47% trong tháng trước, cho thấy khả năng hấp thụ nguồn cung của thị trường đã cải thiện đáng kể ngay cả khi giá trị phát hành cải thiện (Biểu đồ 7). Kỳ hạn phát hành bình quân gia quyền trong năm 2025 giảm xuống 9,8 năm từ 11,1 năm trong năm 2024, thấp hơn nhiều so với mức đỉnh 13,8 năm vào năm 2020, nhưng vẫn bám sát mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ theo [Nghị quyết 23/2021/QH15](#) (Biểu đồ 8).

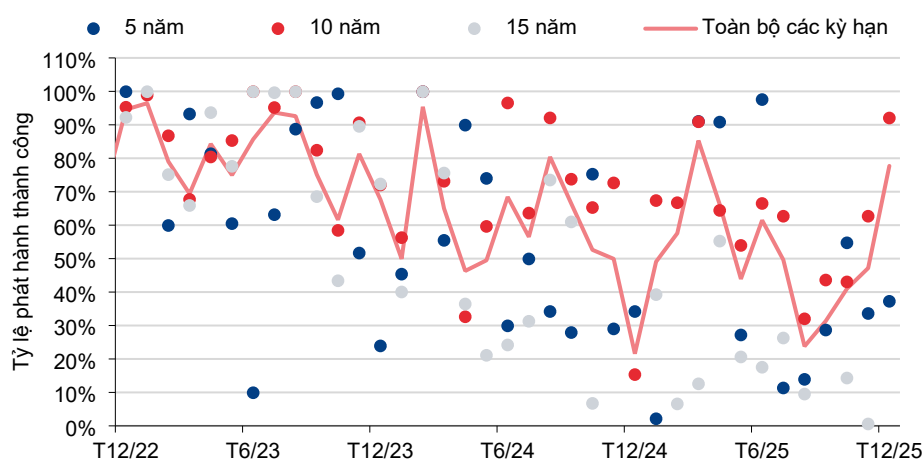
**Biểu đồ 6: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)**  
Lợi suất trúng thầu bình quân trên thị trường sơ cấp giảm nhẹ so với tháng trước, trong bối cảnh áp lực gia tăng tại kỳ hạn 10 năm đã tạm lắng



Nguồn: VBMA, HSC

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

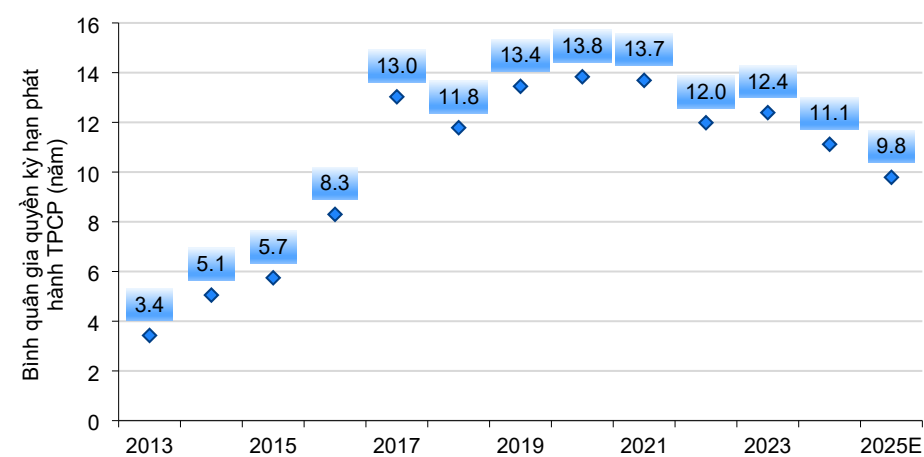
Tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 78% (so với 31% trong tháng trước), song hành với đà phục hồi của khối lượng phát hành



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 8: Bình quân gia quyền kỳ hạn phát hành TPCP**

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



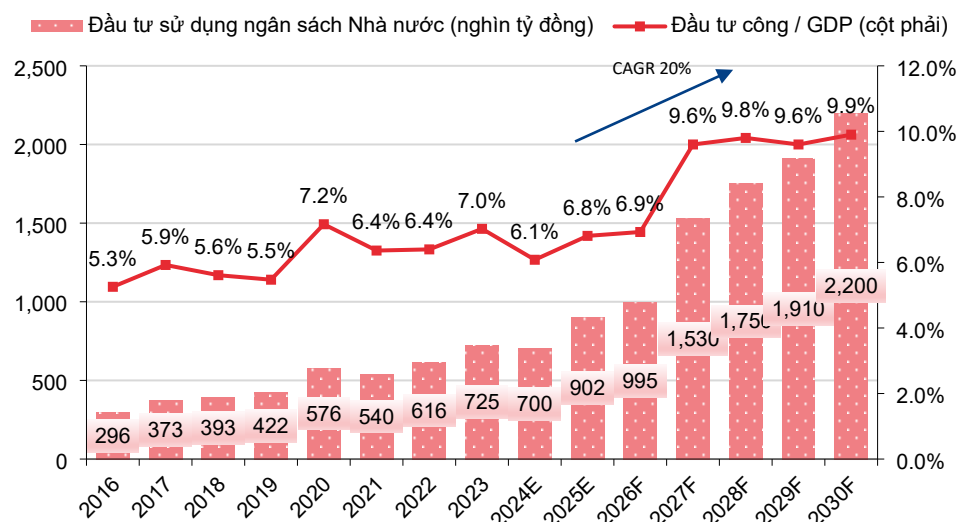
Nguồn: VBMA, HSC

Thời gian tới, thị trường TPCP Việt Nam sẽ tiếp tục chịu tác động từ chính sách tài khóa mở rộng. Đầu tư công đã được xác định là một trong những động lực tăng trưởng then chốt để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP đầy tham vọng, đồng nghĩa với việc nhu cầu huy động vốn thông qua phát hành TPCP sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao. So với mức phát hành bình quân hàng năm khoảng 250 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2016-2020, tổng giá trị phát hành năm 2025 đã đạt mức cao kỷ lục, khoảng 378 nghìn tỷ đồng. Xu hướng tăng này được dự báo sẽ kéo dài sang giai đoạn 2026-2030, phù hợp với sự gia tăng mạnh mẽ của ngân sách đầu tư công. Theo đó, HSC duy trì dự báo giá trị phát hành TPCP năm 2026 sẽ tăng trưởng 10% đạt 550 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 4). (Mời xem: [Thị trường TPCP năm 2026-2027: Vận hành theo nhịp động lực tài khóa](#), công bố ngày 3/12/2025).

Theo báo cáo của Bộ Tài chính trình bày tại [Hội nghị toàn quốc về thúc đẩy đầu tư công năm 2025 và 2026](#) vào ngày 9/1/2026, giải ngân vốn đầu tư công lũy kế từ ngân sách nhà nước hoàn thành 83,7% kế hoạch của Thủ tướng, cao hơn 2,4 điểm phần trăm so với cùng kỳ. Phần vốn còn lại dự kiến sẽ được giải ngân vào tháng 1/2026. Ngoài ra, Chính phủ đặt kế hoạch đầu tư công cho năm 2026 ở mức cao kỷ lục gần 1000 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 10,4% (Biểu đồ 9). Kế hoạch này cho thấy động lực tài khóa sẽ tiếp tục được duy trì sang đầu năm 2026 và có thể gây áp lực lên lợi suất thị trường sơ cấp, khi giá trị phát hành tiếp tục tăng để đáp ứng nhu cầu huy động vốn phục vụ đầu tư công.

#### Biểu đồ 9: Đầu tư sử dụng ngân sách Nhà nước

Chính phủ dự kiến triển khai giải ngân đầu tư công trong năm 2026 ở quy mô kỷ lục, gần 1.000 nghìn tỷ đồng, tăng 10,4% so với năm 2025



Nguồn: Bộ Tài chính, HSC

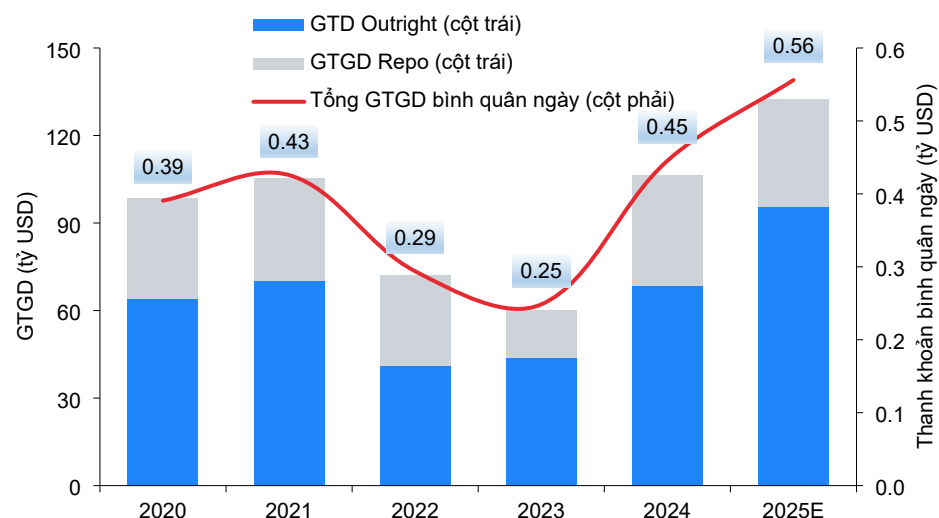
#### Thị trường thứ cấp

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp TPCP Việt Nam đã cải thiện trong tháng 12/2025 sau khi sụt giảm tạm thời trong tháng 11. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 490 triệu USD, giảm 12% so với cùng kỳ nhưng tăng nhẹ 3% so với tháng trước, nâng tổng giá trị giao dịch trong tháng lên mức 11,3 tỷ USD (tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 18% so với tháng trước). Các giao dịch outright tiếp tục áp đảo, chiếm 83% tổng giá trị giao dịch và tăng 21% so với cùng kỳ, trong khi các giao dịch repo chiếm 17% còn lại (giảm 17% so với cùng kỳ).

Tính trong cả năm, thanh khoản trên thị trường thứ cấp tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2025. Tổng giá trị giao dịch đạt 132,3 tỷ USD, với giá trị giao dịch bình quân tăng trưởng 25% lên 560 triệu USD. Giao dịch outright vẫn chiếm ưu thế với khoảng 72% tổng giá trị giao dịch trên thị trường (Biểu đồ 10).

## Biểu đồ 10: GTGD hàng năm & thanh khoản bình quân ngày

Tổng GTGD trái phiếu chính phủ năm 2025 đã vượt mức năm 2024, với thanh khoản bình quân ngày tăng trưởng 25%, đạt 560 triệu USD



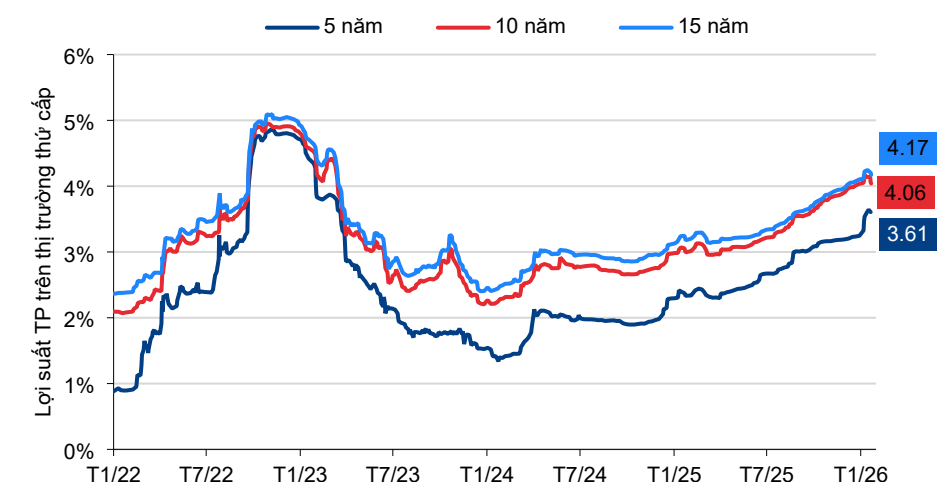
Nguồn: CEIC, HSC

Bên cạnh sự phục hồi thanh khoản, lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp giữ vững đà tăng trong tháng 12, đánh dấu tháng tăng thứ 9 liên tiếp, cùng với đà tăng trên thị trường sơ cấp. Lợi suất bình quân thị trường tăng lên 3,65% với lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng 90-107 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 6-13 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 11-13). Tính đến cuối tháng 12, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt là 3,25% và 4,04%, sát với [dự báo của chúng tôi lần lượt ở mức khoảng 3,3% và 4,0% tại thời điểm cuối năm 2025](#).

Diễn biến lợi suất bắt đầu phân hóa rõ rệt giữa các kỳ hạn vào đầu tháng 1/2026. Lợi suất kỳ hạn 5 năm tăng mạnh 39 điểm cơ bản so với cuối tháng 12, trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm giảm nhẹ sau khi đạt đỉnh 4,17% vào đầu tháng 1. Tính đến ngày 20/1/2026, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 3,61% và 4,06%. Chúng tôi sẽ tiếp tục theo dõi biến động lợi suất, đặc biệt trong giai đoạn cuối giải ngân đầu tư công để hoàn tất kế hoạch năm 2025, từ đó có thể tiếp tục gây áp lực lên nguồn cung trên thị trường TPCP.

## Biểu đồ 11: Biến động lợi suất TPCP

Trong bối cảnh lợi suất trên thị trường sơ cấp tăng và động lực tài khóa được duy trì, lợi suất trái phiếu Chính phủ trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng, tập trung chủ yếu ở kỳ hạn 5 năm

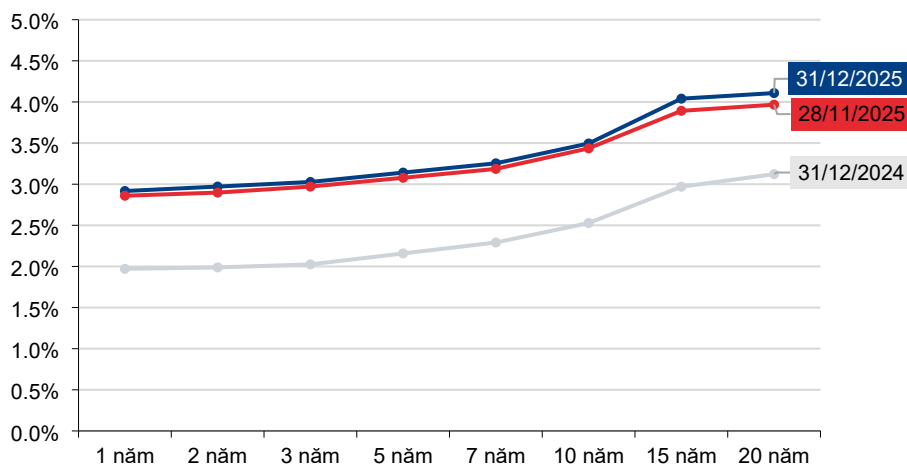


Nguồn: VBMA, HSC



**Biểu đồ 12: Đường cong lợi suất TPCP**

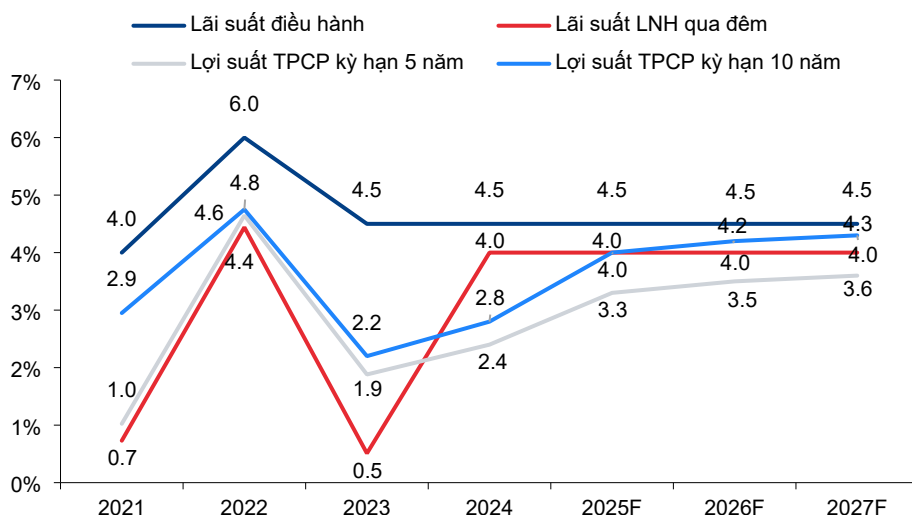
Lợi suất tại tất cả các kỳ hạn đều tăng, trong đó mức tăng tại các kỳ hạn dài nổi bật hơn, khiến đường cong lợi suất trở nên dốc hơn



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 13: Tóm tắt dự báo lợi suất TPCP và lãi suất liên ngân hàng qua đêm**

HSC giữ nguyên dự báo triển vọng lợi suất năm 2026, theo đó lợi suất TPCP được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng nhưng vẫn duy trì thấp hơn mức lãi suất điều hành hiện tại

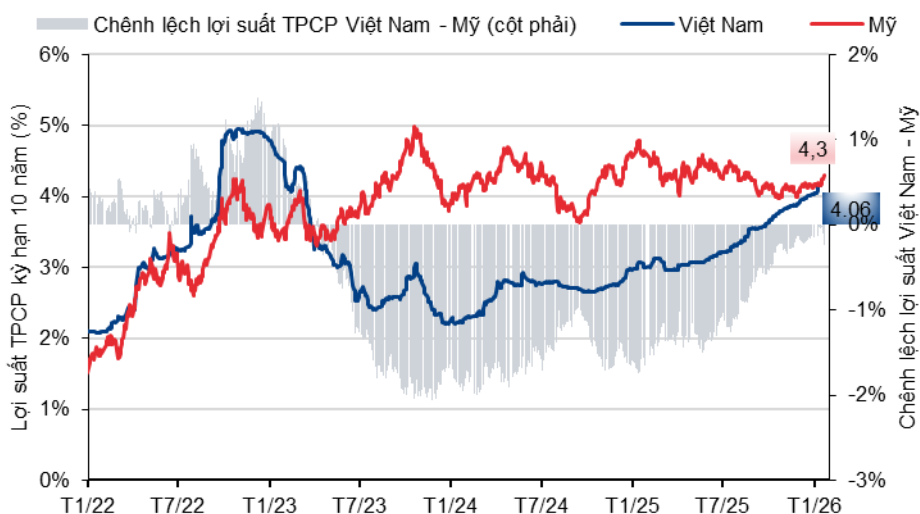


Nguồn: HSC

Trong khi đó, thị trường trái phiếu toàn cầu ghi nhận biến động mạnh mẽ hơn. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng mạnh lên mức cao nhất trong 5 tháng, đạt 4,3% vào ngày 20/1/2026, trong bối cảnh [làn sóng bán tháo trái phiếu gia tăng do căng thẳng thương mại leo thang giữa Mỹ và châu Âu](#), sau các tuyên bố đe dọa áp thuế mới từ phía Tổng thống Donald Trump. Điều này phản ánh cả các yếu tố kỹ thuật và tâm lý thị trường do các rủi ro liên quan đến chính sách bao gồm thâm hụt tài khóa gia tăng, xu hướng bảo hộ thương mại, và nguy cơ nói lỏng tài khóa quá mức, đã làm sống lại lo ngại về lạm phát, qua đó đẩy lợi suất TPCP Mỹ lên cao hơn. Kết quả cho thấy chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam và Mỹ đã nới rộng lên âm 24 điểm cơ bản từ âm 14 điểm cơ bản vào cuối tháng 12, do lợi suất trái phiếu Mỹ tăng mạnh trong khi lợi suất kỳ hạn dài của Việt Nam có dấu hiệu ổn định trở lại (Biểu đồ 14).

**Biểu đồ 14: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam và Mỹ**

Chênh lệch lợi suất giữa TPCP Việt Nam và Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng lên âm 24 điểm cơ bản, chủ yếu do lợi suất trái phiếu Mỹ tăng mạnh, trong khi lợi suất tại Việt Nam có dấu hiệu ổn định trở lại

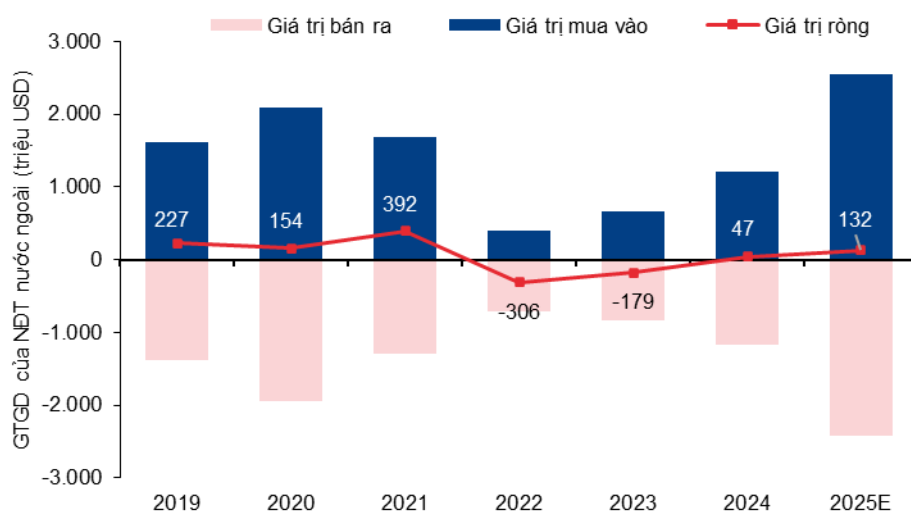


Nguồn: VBMA, CEIC, HSC

Đối với dòng vốn đầu tư, khối ngoại bán ròng nhẹ 0,7 triệu USD (tương đương 18 tỷ đồng) trong tháng 12, sau hai tháng mua ròng liên tiếp. Tuy nhiên, tính chung cả năm, khối ngoại vẫn mua ròng với tổng giá trị đạt 132 triệu USD (tương đương 3,5 nghìn tỷ đồng) trong năm 2025, năm thứ 2 mua ròng liên tiếp (Biểu đồ 15). Trong trung hạn, lợi suất TPCP trong nước được kỳ vọng tăng cao trong khi lợi suất toàn cầu dần hạ nhiệt theo chu kỳ nới lỏng chính sách tiền tệ, từ đó thu hẹp chênh lệch lợi suất giữa Việt Nam và các thị trường phát triển lớn, chúng tôi kỳ vọng khối ngoại sẽ quay trở lại một cách bền vững hơn vào thị trường TPCP Việt Nam thời gian tới.

**Biểu đồ 15: Giá trị giao dịch hàng năm của khối ngoại trên thị trường thứ cấp**

NET NN mua ròng 2 năm liên tiếp, trong đó giá trị mua ròng năm 2025 đạt 132 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC

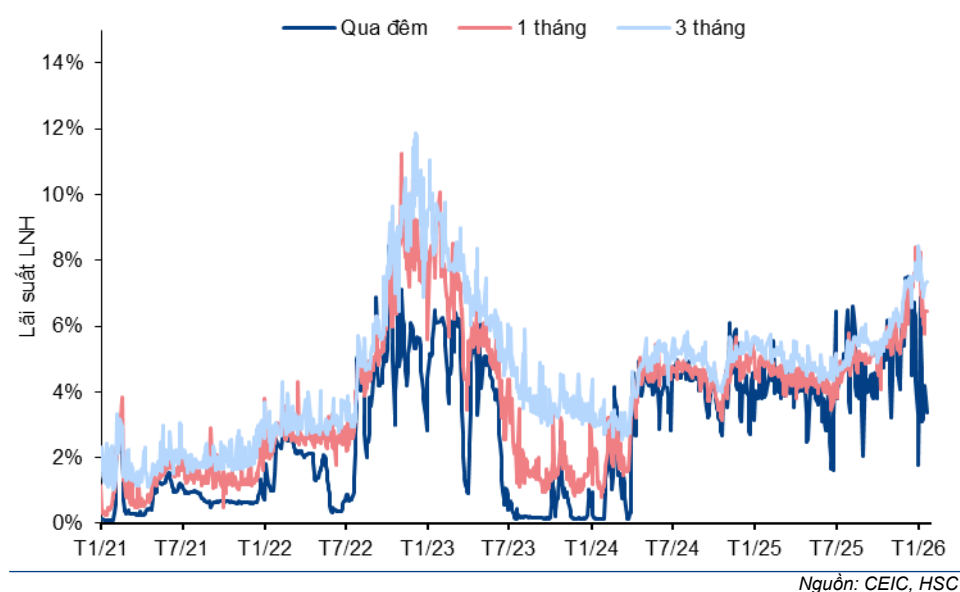


## Thị trường LNH và thị trường OMO

Thị trường liên ngân hàng biến động mạnh trong tháng 12/2025 với lãi suất cho vay qua đêm duy trì ở mức cao, khoảng 6-7% trong phần lớn thời gian của tháng (Biểu đồ 16). Mặc dù tình trạng thắt chặt thanh khoản cuối năm chỉ mang tính tạm thời, nhưng áp lực trong năm nay trở nên căng thẳng hơn do cộng hưởng của nhiều yếu tố. Biến động tỷ giá gia tăng, nguồn vốn từ huy động tiền gửi sơ cấp hạn chế và tăng trưởng tín dụng cao kỷ lục (khoảng 19%) tính đến cuối tháng 12/2025, đã làm gia tăng nhu cầu vốn ngắn hạn trên toàn hệ thống ngân hàng, qua đó tăng sự phụ thuộc vào nguồn vốn LNH.

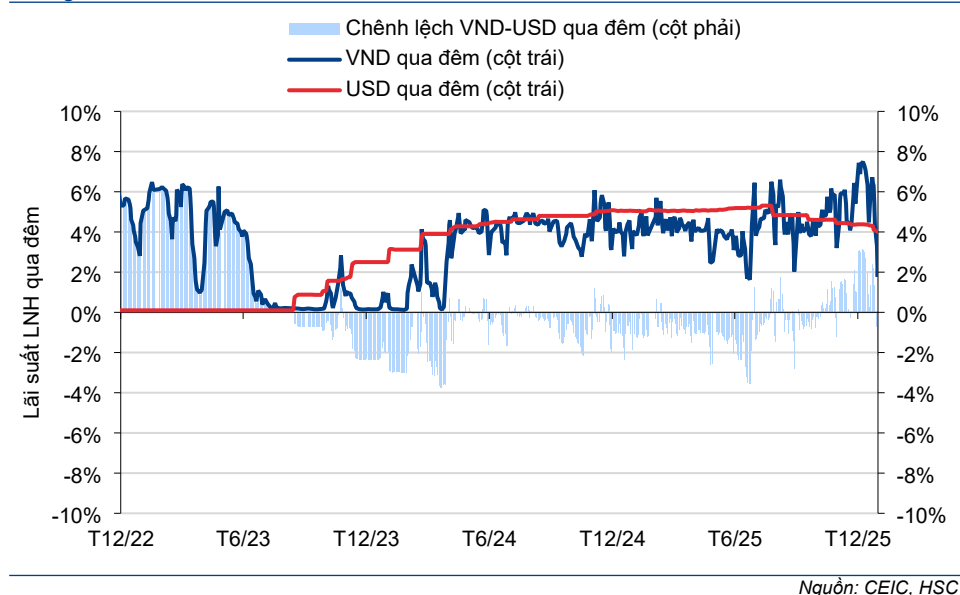
### Biểu đồ 16: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Lãi suất LNH duy trì ở mức cao 6-7% trong phần lớn của tháng 12 - phản ánh tình trạng thanh khoản thắt chặt do yếu tố mùa vụ - trước khi giảm đáng kể trong tháng 1



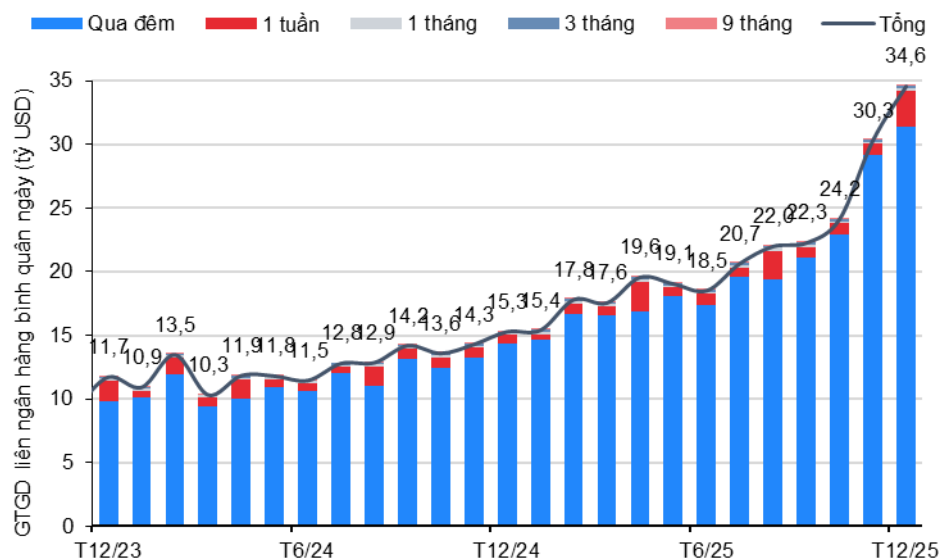
### Biểu đồ 17: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

Chênh lệch lãi suất VND-USD qua đêm chuyển âm do lãi suất liên ngân hàng VND qua đêm giảm



## Biểu đồ 18: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

Hoạt động giao dịch trên thị trường liên ngân hàng tăng mạnh về cuối năm trong bối cảnh áp lực thanh khoản toàn hệ thống gia tăng khi tăng trưởng tín dụng tăng tốc lên khoảng 19% trong năm 2025



Nguồn: CEIC, HSC

NHNN ứng phó với tình hình trên bằng cách tăng cường hỗ trợ thanh khoản qua thị trường OMO. Trong tháng 12, NHNN đã bơm 369,8 nghìn tỷ thông qua hợp đồng mua lại đảo ngược, trong khi 291,3 nghìn tỷ đáo hạn, tương đương bơm ròng 78,5 nghìn tỷ đồng, đánh dấu tháng bơm ròng thứ 4 liên tiếp kể từ tháng 9/2025, phản ánh lập trường nói lỏng của NHNN trong việc giảm thiểu áp lực thanh khoản ngày càng lớn vào cuối năm (Biểu đồ 19). Theo đó, giá trị repo đảo ngược đang lưu hành tăng lên mức cao kỷ lục khoảng 409 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng 12. Ngoài ra, lãi suất điều hành trên thị trường OMO đã được điều chỉnh tăng từ 4% lên mức 4,5%, với kỳ hạn được kéo dài trong khoảng từ 7-91 ngày. Điều này cho thấy NHNN sẵn sàng chấp nhận tăng lãi suất ngắn hạn nhằm ổn định thanh khoản toàn hệ thống.

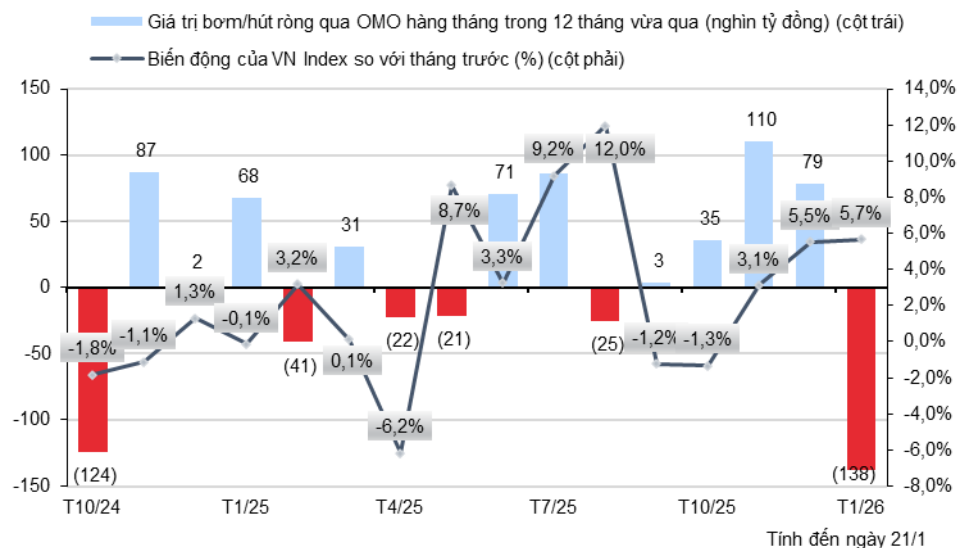
Tuy nhiên, việc lãi suất cho vay qua đêm LNH duy trì ở mức cao trong cả tháng 12 cho thấy dư địa hỗ trợ thanh khoản qua kênh OMO có thể đã tiến gần tới giới hạn vận hành. Các NHTM nhiều khả năng sẽ phải chủ động hơn trong việc củng cố nền vốn, bao gồm cả việc điều chỉnh tăng lãi suất huy động. Ngoài ra, NHNN đã linh hoạt chuyển hướng sang cung ứng thanh khoản ngắn hạn thông qua các giao dịch swap ngoại tệ (USD/VND) nhằm bơm thanh khoản VND để giải tỏa áp lực vốn trong khi vẫn đảm bảo mục tiêu ổn định tỷ giá.

Điều kiện thanh khoản đã cải thiện rõ rệt trong những ngày đầu năm 2026. Trong 20 ngày đầu tháng 1, lãi suất cho vay qua đêm LNH giảm mạnh xuống khoảng 2,84% từ 6,88% trong phiên giao dịch đầu năm. Điều này có thể do hoạt động cho vay tạm thời giảm tốc trong tháng đầu năm. Ngoài ra, lãi suất cho vay qua đêm đồng USD giảm xuống 3,64%, thu hẹp chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND-USD từ âm 191 điểm cơ bản vào cuối tháng 12/2025 xuống âm 80 điểm cơ bản, qua đó giảm bớt áp lực lên tỷ giá trong ngắn hạn (Biểu đồ 19).

Hoạt động giao dịch LNH tăng mạnh trong tháng 12 với tổng giá trị giao dịch đạt mức cao kỷ lục 34,6 tỷ USD, tăng 126% so với cùng kỳ và tăng 14% so với tháng trước. Các giao dịch qua đêm áp đảo với 91% tổng giá trị giao dịch, tăng 119% so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu vốn ngắn hạn tăng mạnh trong giai đoạn cao điểm cuối năm (Biểu đồ 18).

## Biểu đồ 19: Giá trị hút/bơm ròng qua nghiệp vụ thị trường mở OMO hàng tháng trong 12 tháng vừa qua

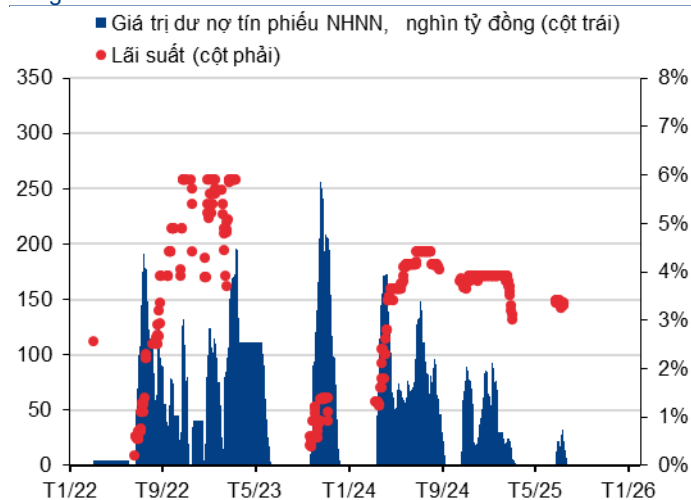
Sau bốn tháng bơm ròng liên tiếp, NHNN đã chuyển sang trạng thái hút ròng thông qua OMO trong 21 ngày đầu tháng 1



Nguồn: NHNN, HSC

## Biểu đồ 20: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

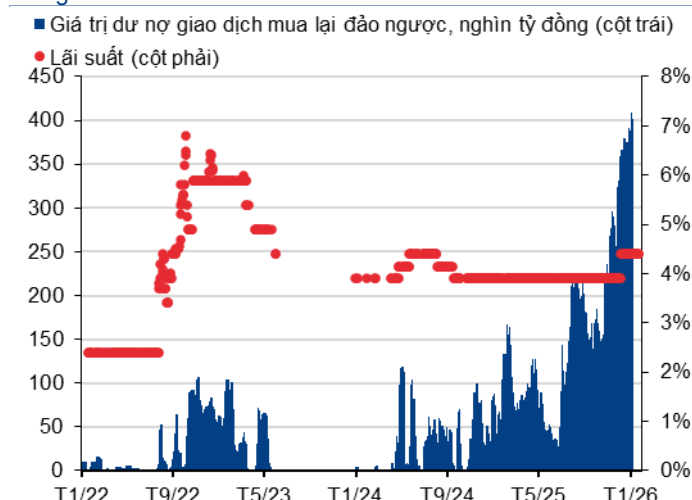
Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7/2025 do sức ép thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng...



Nguồn: NHNN, HSC

## Biểu đồ 21: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

Giá trị dư nợ giao dịch Repo đạt mức cao kỷ lục, hơn 400 nghìn tỷ đồng trong tháng 12 nhằm hỗ trợ thanh khoản cho toàn hệ thống



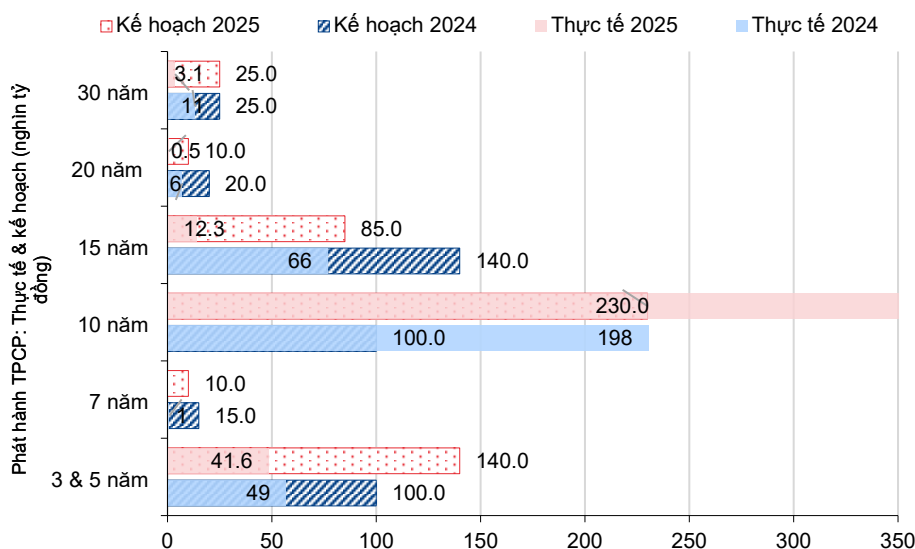
Nguồn: NHNN, HSC

Trước những dấu hiệu thanh khoản cải thiện trong tháng 1, NHNN đã thu hẹp quy mô bơm thanh khoản qua thị trường OMO. Cụ thể, tổng giá trị bơm qua thị trường OMO trong 21 ngày đầu tháng đã đạt 70,7 nghìn tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với giá trị đáo hạn 208,2 nghìn tỷ đồng, tương đương rút ròng 137,6 nghìn tỷ đồng. Từ đó, giá trị OMO đang lưu hành đã giảm xuống 271,6 nghìn tỷ đồng từ mức đỉnh hơn 400 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025. Lãi suất repo đảo ngược duy trì ở mức 4,5% với kỳ hạn dao động từ 7 đến 91 ngày, cho thấy điều kiện thanh khoản dần trở lại bình thường trong khi vẫn duy trì sự linh hoạt chính sách cần thiết nếu áp lực quay trở lại (Biểu đồ 20-21).

## Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

### Biểu đồ 22: So sánh mức độ hoàn thành kế hoạch phát hành năm 2024 và 2025

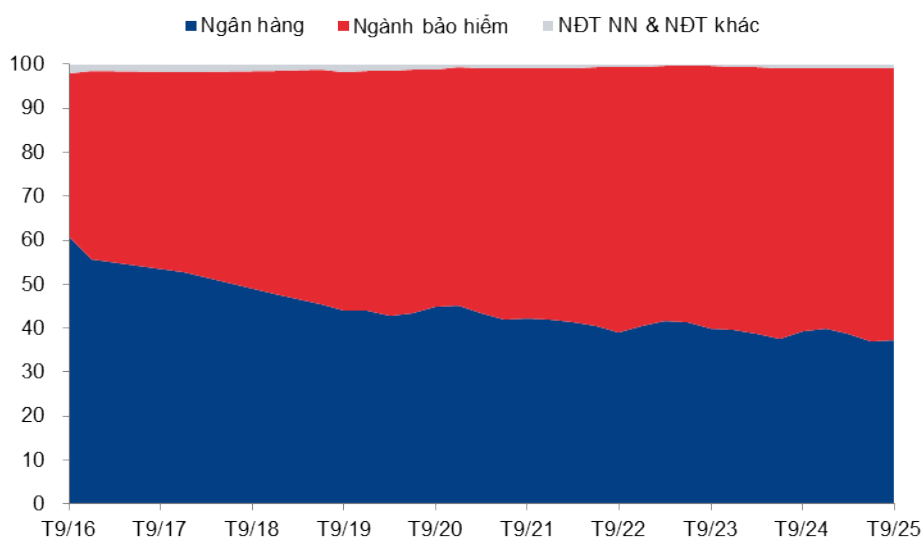
Tiến độ phát hành năm 2025 chỉ đạt mục tiêu ở kỳ hạn 10 năm, trong khi các kỳ hạn còn lại đều không hoàn thành kế hoạch



Nguồn: VBMA, HSC

### Biểu đồ 23: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

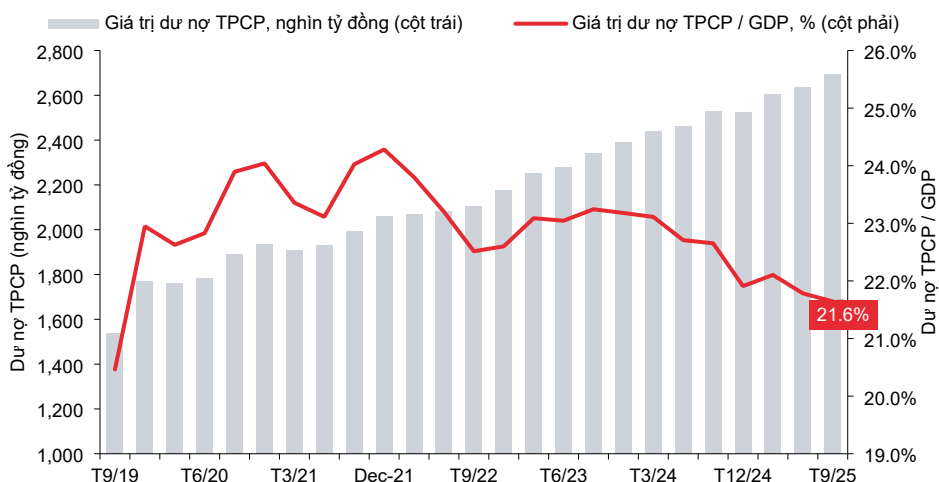
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 62% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối Q3/2025



Nguồn: ADB, HSC

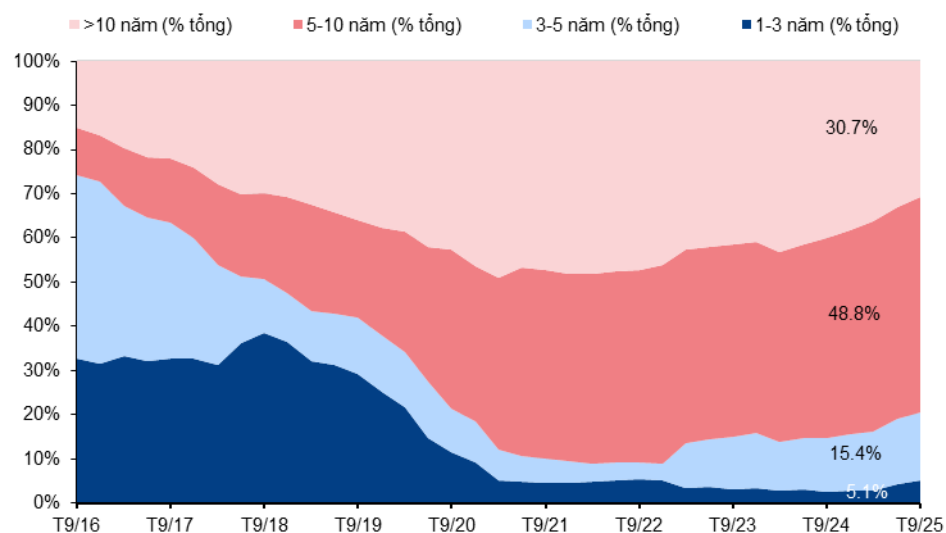
## Biểu đồ 24: Quy mô thị trường TPCP

Dư nợ TPCP tính đến tháng 9/2025 chiếm 21,8% GDP lũy kế 12 tháng



Nguồn: ADB, HSC

## Biểu đồ 25: Giá trị TPCP đang lưu hành theo kỳ hạn



Nguồn: ADB, HSC

Bảng 26: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 12/2025

| Ngày phát hành | Kỳ hạn (năm) | Giá trị chào bán (tỷ đồng) | Giá trị đầu thầu (tỷ đồng) | Giá trị trúng thầu (tỷ đồng) | Lãi suất (%/năm) |
|----------------|--------------|----------------------------|----------------------------|------------------------------|------------------|
| 12/3/2025      | 5            | 3,000                      | 300                        | -                            | -                |
| 12/3/2025      | 10           | 8,000                      | 11,200                     | 7,850                        | 3.88             |
| 12/3/2025      | 15           | 1,500                      | 400                        | -                            | -                |
| 12/3/2025      | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 12/10/2025     | 5            | 1,000                      | 200                        | -                            | -                |
| 12/10/2025     | 10           | 10,000                     | 9,900                      | 7,950                        | 3.92             |
| 12/10/2025     | 15           | 1,500                      | 300                        | -                            | -                |
| 12/10/2025     | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 12/17/2025     | 5            | 500                        | 850                        | 500                          | 3.18             |
| 12/17/2025     | 10           | 14,000                     | 14,950                     | 13,050                       | 3.96             |
| 12/17/2025     | 15           | 1,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 12/17/2025     | 30           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 12/24/2025     | 5            | 1,500                      | 1,500                      | 1,300                        | 3.2              |
| 12/24/2025     | 10           | 14,000                     | 14,370                     | 11,920                       | 4                |
| 12/24/2025     | 15           | 1,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 12/24/2025     | 30           | 500                        | 20                         | 20                           | 4.1              |
| 12/30/2025     | 5            | 1,500                      | 1,000                      | 1,000                        | 3.2              |
| 12/30/2025     | 10           | 21,000                     | 27,209                     | 20,959                       | 4                |
| 12/30/2025     | 15           | 1,000                      | 100                        | -                            | -                |
| 12/30/2025     | 30           | 500                        | 32                         | 32                           | 4.13             |

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 27: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế &amp; dự báo của HSC

|                                                                       | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024   | 2025E  | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tỷ giá</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)                                          | 23,155 | 23,085 | 22,765 | 23,555 | 24,265 | 25,480 | 26,300 | 27,000 | 27,500 |
| Tỷ giá (VND: CNY)                                                     | 3,317  | 3,535  | 3,579  | 3,415  | 3,418  | 3,491  | 3,761  | 3,885  | 3,929  |
| <b>GDP và việc làm</b>                                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)                                   | 7.36   | 2.87   | 2.58   | 8.10   | 4.98   | 7.04   | 8.02   | 7.60   | 8.00   |
| GDP (tỷ USD)                                                          | 332    | 346    | 370    | 411    | 433    | 476    | 514    | 546    | 584    |
| GDP bình quân đầu người (USD)                                         | 3,398  | 3,558  | 3,757  | 4,132  | 4,317  | 4,702  | 5,026  | 5,293  | 5,610  |
| Tài khoản vãng lai/GDP (%)                                            | 3.67   | 4.35   | -2.20  | -0.26  | 6.51   | 5.48   | 3.70   | 3.30   | 3.42   |
| Nợ công/GDP (%)                                                       | 42.8   | 43.8   | 44.7   | 37.4   | 36.9   | 37.0   | 36.8   | 37.2   | 38.5   |
| Nợ Chính phủ/GDP (%)                                                  | 37.4   | 38.5   | 39.6   | 34.7   | 33.3   | 33.0   | 33.2   | 34.0   | 35.6   |
| Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)                                   | 2.09   | 2.71   | 2.55   | 3.08   | 3.48   | 3.47   | 3.60   | 4.23   | 5.02   |
| Tổng dư nợ tín dụng / GDP                                             | 106    | 115    | 124    | 125    | 133    | 136    | 143    | 153    | 164    |
| FDI giải ngân / FDI (%)                                               | 6.1    | 5.8    | 5.3    | 5.4    | 5.4    | 5.3    | 5.4    | 5.4    | 5.3    |
| Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)                                       | 2.15   | 2.37   | 3.56   | 2.32   | 2.26   | 2.22   | 2.20   | 2.60   | 2.50   |
| <b>Giá cả</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)                        | 2.8    | 3.2    | 1.8    | 3.1    | 3.3    | 3.6    | 3.3    | 3.9    | 4.0    |
| CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)                                      | 5.2    | 0.2    | 1.8    | 4.5    | 3.6    | 2.9    | 3.5    | 4.1    | 4.3    |
| <b>Tiền tệ và lãi suất</b>                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lãi suất điều hành (%)                                                | 6.00   | 4.00   | 4.00   | 6.00   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   | 4.50   |
| Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)                                   | 1.4    | 0.2    | 0.7    | 4.4    | 0.5    | 4.0    | 1.8    | 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    | 5.2    | 5.5    | 5.8    |
| 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    | 3.8    | 4.2    | 4.3    |
| <b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)                                           | 10.9   | 19.9   | 3.3    | 12.1   | 28.4   | 24.9   | 20.0   | 19.4   | 23.9   |
| 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    | 455    | 495    | 544    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 6.7    | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 19.4   | 8.7    | 10.0   |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 264    | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 475    | 514    | 568    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 8.0    | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.4   | 17.0   | 8.2    | 10.5   |
| Nợ nước ngoài (tỷ USD)                                                | 123    | 129    | 140    | 149    | 142    | 155    | 169    | 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   | 27.6   | 29.2   | 31.1   |
| Vốn FDI cam kết (tỷ USD)                                              | 38.0   | 28.5   | 31.2   | 27.7   | 39.4   | 38.2   | 38.4   | 40.4   | 44.5   |
| <b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PMI ngành sản xuất (cuối năm)                                         | 50.8   | 51.7   | 52.5   | 46.4   | 48.9   | 49.8   | 53.8   | 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    | 10.1   | 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   | 10.9   | 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    | 9.2    | 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.  

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t-1) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát } y/y \text{ tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$
  
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC



## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)