

Nguyễn Bảo Châu

Chuyên viên, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô
chau.nbao@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4876

Phạm Vũ Thăng Long

Giám Đốc Cấp Cao, Kinh Tế Vĩ Mô
long.pvthang@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4805

Thị trường TPDN tháng 1: Khởi đầu nhẹ nhàng cho năm 2026

- Giá trị TPDN đang lưu hành ổn định so với tháng trước ở mức 1.488 nghìn tỷ đồng trong tháng 1/2026 (tăng 14% so với cùng kỳ), tương đương 10,1% dự báo GDP năm 2026, cho thấy nền tảng ổn định của thị trường.
- Hoạt động trên thị trường hạ nhiệt do hiệu ứng mùa vụ, với phát hành mới, mua lại và đáo hạn đều giảm so với cao điểm cuối năm. Tuy nhiên, phát hành ra công chúng tiếp tục chiếm ưu thế, củng cố xu hướng dịch chuyển sang các kênh huy động vốn minh bạch hơn.
- Lợi suất phát hành bình quân tháng 1/2026 tăng mạnh lên 9,74% (tăng 219 điểm cơ bản so với cùng kỳ), chủ yếu do thương vụ của KHG (lợi suất 13,5%), cao hơn so với dự báo lợi suất bình quân năm 2026 của chúng tôi ở mức 8,8%.
- Sức ép tái cấp vốn được dự báo sẽ tăng lên trong năm 2026 do giá trị trái phiếu đáo hạn được dự báo đạt 214,8 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 36%), dẫn đầu là ngành BĐS (43% tổng giá trị) và Ngân hàng (19%).

Phát hành đại chúng dẫn đầu dẫn dắt thị trường trong tháng 1

Phát hành mới tháng 1 giảm xuống 5,1 nghìn tỷ đồng (giảm 9% so với cùng kỳ) phản ánh nhịp điều chỉnh mang tính chu kỳ sau giai đoạn cao điểm cuối năm. Phát hành đại chúng chiếm ưu thế, dẫn đầu là CTG (Mua vào, giá mục tiêu 43.419đ) (2,2 nghìn tỷ đồng), CTD (Mua vào, giá mục tiêu 110.000đ) (1,4 nghìn tỷ đồng) và BAF (Mua vào, giá mục tiêu 39.300đ) (1 nghìn tỷ đồng). Động lực chính cho sự chuyển dịch này đến từ bộ [Luật số 56/2024/QH15](#), thắt chặt sự tham gia của nhà đầu tư cá nhân vào kênh phát hành riêng lẻ và [Nghị định 245/2025/NĐ-CP](#), bắt buộc xếp hạng tín nhiệm cho phát hành đại chúng, qua đó tăng cường minh bạch, bảo vệ nhà đầu tư và kỷ luật thị trường. Ngành Ngân hàng dẫn đầu với 60% giá trị phát hành, trong khi ngành BĐS chỉ đóng góp 5%. Lợi suất phát hành bình quân tăng mạnh 219 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên 9,74%, chủ yếu do thương vụ của Khải Hoàn Land (KHG; Chưa khuyến nghị, lợi suất 13,5%). Chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát hành sẽ phục hồi kể từ Q2 do nhu cầu tái cấp vốn gia tăng.

Giá trị mua lại trái phiếu giảm xuống mức thấp nhất kể từ 2021 do yếu tố mùa vụ

Giá trị mua lại trái phiếu trong tháng 1 giảm mạnh xuống 1,2 nghìn tỷ đồng (giảm 91% so với cùng kỳ), mức thấp nhất kể từ tháng 2/2021, phản ánh sức ép đáo hạn và tái cấp vốn hạ nhiệt trong giai đoạn đầu năm. Giá trị mua lại trái phiếu chỉ bằng 24% giá trị phát hành mới. Ngành BĐS chiếm ưu thế với 81% giá trị mua lại trái phiếu, dẫn đầu là thương vụ mua lại 800 tỷ đồng của DIG (Chưa khuyến nghị), cho thấy quá trình thu hẹp đòn bẩy và tiếp tục tái cơ cấu bảng CĐKT.

Giá trị trái phiếu đáo hạn hạ nhiệt theo chu kỳ trong tháng 1/2026

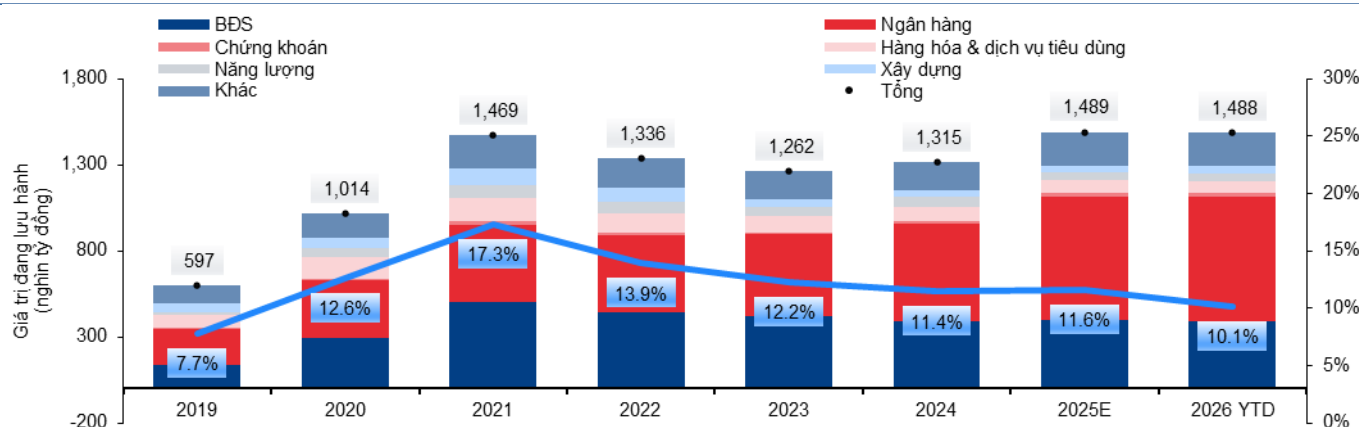
Giá trị đáo hạn tháng 1 tăng 12% so với cùng kỳ (nhưng giảm 85% so với tháng trước) lên 3,5 nghìn tỷ đồng, mức thấp nhất kể từ tháng 2/2025, phản ánh hiệu ứng mùa vụ và là lý giải cho sự chậm lại đồng thời của phát hành mới và mua lại trước hạn. Trong năm 2026, tổng giá trị đáo hạn dự kiến tăng trưởng 36% lên 214,8 nghìn tỷ đồng, trong đó ngành BĐS chiếm tỷ trọng lớn nhất (43%), tiếp theo là ngành Ngân hàng (19%), cho thấy sức ép tái cấp vốn sẽ tập trung hơn vào những ngành có tỷ lệ đòn bẩy cao.

Trái phiếu có vấn đề trong tháng 1: Không ghi nhận trái phiếu chậm thanh toán

Giá trị trái phiếu có vấn đề mới giảm trong tháng thứ 3 liên tiếp xuống 1,8 nghìn tỷ đồng (giảm 87% so với cùng kỳ), trong đó không ghi nhận trường hợp chậm thanh toán gốc hoặc lãi mới; toàn bộ các trường hợp mới chỉ liên quan đến điều chỉnh điều khoản. Điều này cho thấy kỷ luật tài chính đã có sự cải thiện và năng lực chủ động tái cơ cấu nợ của các doanh nghiệp bắt đầu khởi sắc. Tính đến cuối tháng 1/2026, giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm 15,4% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành (trong đó bao gồm 6% trái phiếu chậm thanh toán; 9,4% điều chỉnh điều khoản), cho thấy điều kiện tín dụng thị trường đang dần trở lại bình thường.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 12/2.

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



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 5/2/2026.
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Chững lại do hiệu ứng mùa vụ, tiếp tục chuyển dịch cơ cấu

Thị trường TPDN tháng 1/2026 hạ nhiệt theo chu kỳ sau giai đoạn cuối năm sôi động giá trị phát hành mới giảm 9% so với cùng kỳ xuống 5,1 nghìn tỷ đồng, trong đó phát hành đại chúng dẫn đầu – phản ánh sự dịch chuyển sang các sản phẩm minh bạch hơn. Ngành Ngân hàng đóng góp 60% giá trị phát hành, trong khi ngành BĐS chỉ đóng góp 5%, phản ánh sự ưu tiên của NĐT đối với các tổ chức có hồ sơ tín dụng vững chắc hơn. Lợi suất phát hành bình quân tăng lên 9,74% chủ yếu do một thương vụ phát hành với lợi suất cao của ngành BĐS. Giá trị mua lại trái phiếu giảm 91% so với cùng kỳ xuống 1,2 nghìn tỷ đồng trong bối cảnh áp lực đáo hạn hạ nhiệt, trong đó ngành BĐS dẫn đầu hoạt động mua lại. Giá trị trái phiếu đáo hạn giảm xuống 3,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 1 nhưng giá trị trái phiếu đáo hạn cả năm 2026 ước tính sẽ tăng trưởng 36%, cho thấy rủi ro tái cấp vốn gia tăng, đặc biệt là ở ngành BĐS (43%). Về mặt tích cực, thị trường không ghi nhận trái phiếu chậm thanh toán mới, cho thấy kỷ luật tín dụng cải thiện và điều kiện thị trường dần trở lại bình thường.

Quy mô thị trường ổn định vào đầu năm

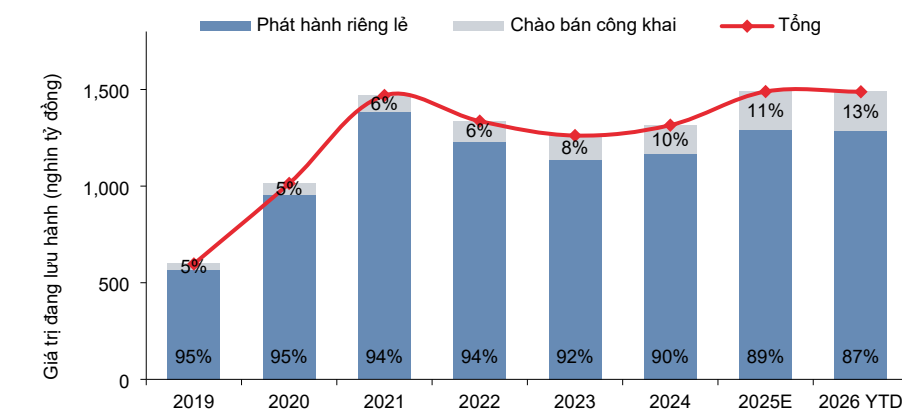
Thị trường TPDN bước sang năm 2026 với trạng thái trầm lắng hơn sau giai đoạn sôi động cuối năm 2025. Tính đến cuối tháng 1/2026, tổng giá trị TPDN đang lưu hành đạt 1.488 nghìn tỷ đồng, tăng 14% so với cùng kỳ và nhìn chung đi ngang so với tháng trước, cho thấy nền tảng thị trường vẫn duy trì sự ổn định nhất định bất chấp những yếu tố điều chỉnh mang tính chu kỳ (Biểu đồ 1). Quy mô thị trường hiện tương đương khoảng 10,1% GDP dự báo năm 2026 và vẫn thấp đáng kể so với mục tiêu đạt 30% GDP vào năm 2030 của Chính phủ. Điều này cho thấy dư địa tăng trưởng trong dài hạn vẫn lớn, đồng thời nhấn mạnh yêu cầu cấp thiết về các cải cách thể chế mang tính sâu rộng, đồng bộ và bền vững nhằm khôi phục niềm tin nhà đầu tư và mở rộng cơ sở vốn trung – dài hạn.

Cơ cấu tổ chức phát hành tiếp tục dịch chuyển sang các tổ chức có rủi ro thấp hơn. Trái phiếu ngành Ngân hàng hiện tương đương gần 49% tổng dư nợ trái phiếu (từ 44% tại thời điểm đầu năm 2025), trong khi tỷ trọng trái phiếu ngành BĐS giảm từ 29% xuống 26%. Sự dịch chuyển này phản ánh chiến lược phân bổ vốn thận trọng, khi NĐT ngày càng ưu tiên các tổ chức phát hành có bảng CĐKT vững chắc, minh bạch và rủi ro tín dụng thấp, trong bối cảnh khẩu vị rủi ro chưa hoàn toàn phục hồi sau biến động năm 2022.

Đáng chú ý, giá trị trái phiếu phát hành đại chúng đang lưu hành tăng 32% so với cùng kỳ, đạt mức cao kỷ lục 202 nghìn tỷ đồng, tương đương 14% quy mô thị trường (từ 12% tại thời điểm đầu năm 2025), chủ yếu nhờ 4 thương vụ phát hành đại chúng lớn trong tháng 1 (Phân tích bên dưới) (Biểu đồ 2). Xu hướng này cho thấy sự dịch chuyển rõ rệt sang kênh phát hành minh bạch, tiêu chuẩn và có sự giám sát chặt chẽ.

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

Giá trị trái phiếu chào bán công khai trong tháng 1 tiếp tục tăng, chiếm 14% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành và tăng 32% so với cùng kỳ



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Kể từ ngày 1/1/2026, quy định mới hạn chế sự tham gia của NĐT cá nhân vào thị trường trái phiếu phát hành riêng lẻ đã chính thức được áp dụng. Theo bộ [Luật số 56/2024/QH15](#), NĐT cá nhân chuyên nghiệp chỉ được giao dịch trái phiếu có xếp hạng tín nhiệm và có tài sản bảo đảm hoặc bảo lãnh thanh toán. Do tỷ lệ NĐT cá nhân đã giảm mạnh kể từ năm 2022 (chỉ chiếm 4% tổng số nhà đầu tư TPDN trong năm 2024), các quy định mới này khó gây ra một cú sốc cầu mà thay vào đó giúp tăng cường bảo vệ NĐT và kỷ luật thị trường. Ngoài ra, Nghị định [245/2025/NĐ-CP](#), có hiệu lực từ tháng 9/2025, yêu cầu xếp hạng tín nhiệm cho tất cả TPDN phát hành đại chúng, tiếp tục củng cố tính minh bạch và độ tin cậy của kênh phát hành ra công chúng.

Từ đó, hai trụ cột pháp lý này được kỳ vọng sẽ đẩy nhanh quá trình tái phân bổ nguồn vốn của NĐT cá nhân từ kênh phát hành riêng lẻ sang phát hành đại chúng - nơi các tiêu chuẩn công bố thông tin, cơ chế bảo vệ nhà đầu tư và giám sát quản lý được thiết kế chặt chẽ và đầy đủ hơn. Trong trung hạn, sự chuyển dịch này sẽ mở rộng cơ sở NĐT trái phiếu phát hành đại chúng, cải thiện thanh khoản thị trường và giảm thiểu sự phụ thuộc vào phát hành riêng lẻ. Từ đó, các động lực này cho thấy một lộ trình phát triển lành mạnh và bền vững hơn của thị trường TPDN Việt Nam.

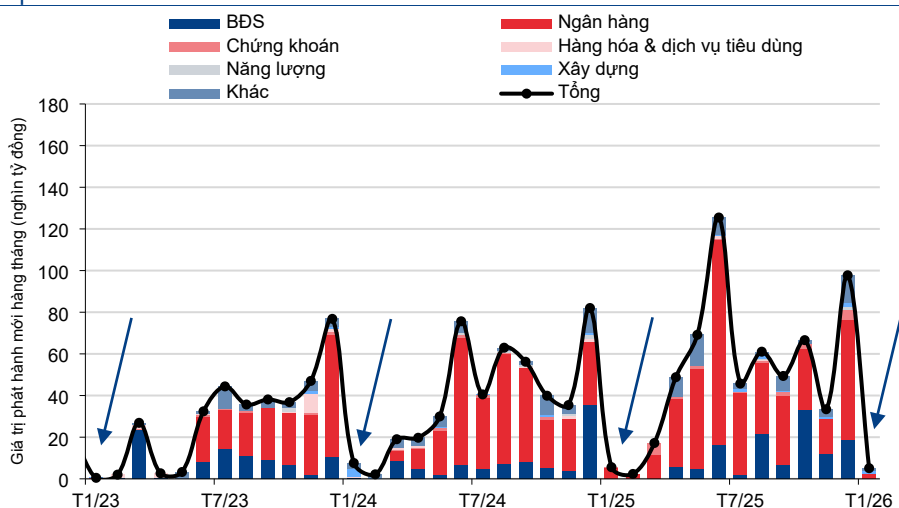
Ở góc độ cấu trúc thị trường, các cải cách cũng tạo động lực mạnh mẽ để tổ chức phát hành nâng cao minh bạch tài chính, chuẩn mực quản trị và chất lượng tín dụng nhằm duy trì khả năng tiếp cận vốn. Chi phí tuân thủ có thể tăng lên trong ngắn hạn, đặc biệt với các tổ chức phát hành xếp hạng thấp và tỷ lệ đòn bẩy cao, nhưng tác động trong trung hạn sẽ tích cực, hỗ trợ trạng thái cân bằng thị trường lành mạnh hơn với hiệu quả định giá cải thiện, rủi ro không thường xuyên giảm xuống và khả năng chống chịu tốt hơn qua các chu kỳ.

Phát hành đại chúng dẫn đầu tháng 1

Trong tháng 1, thị trường ghi nhận 5 thương vụ phát hành với tổng giá trị 5,1 nghìn tỷ đồng, giảm 9% so với cùng kỳ, phản ánh sự giảm tốc theo chu kỳ sau khi đạt đỉnh vào cuối năm 2025 (Biểu đồ 3). Đáng chú ý, chỉ có một thương vụ phát hành riêng lẻ từ Khải Hoàn Land với giá trị 190 tỷ đồng, kỳ hạn 5 năm và coupon cao nhất thị trường 13,5%, trong khi các thương vụ còn lại đều là phát hành đại chúng. Điều này tiếp tục củng cố xu hướng dịch chuyển sang kênh phát hành minh bạch, tiêu chuẩn và vững chắc về pháp lý (Mời xem Biểu đồ 17 trong phần Phụ lục).

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

Hoạt động phát hành trầm lắng vào đầu năm chủ yếu mang tính chu kỳ do áp lực đáo hạn thường tập trung mạnh vào quý 4, qua đó góp phần làm giảm áp lực tái cấp vốn và nhu cầu phát hành mới



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 5/2/2026.
Nguồn: HNX, HSC

Đối với phát hành ra công chúng, [CTG](#) dẫn đầu với 2,2 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 8 năm, lãi suất thả nổi 6,45%, nhằm củng cố nguồn vốn cấp 2 và cải thiện hệ số CAR. Tiếp theo, [CTD](#) phát hành 1,4 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm, lãi suất cố định 9%, nhằm đa dạng hóa nguồn vốn và tối ưu cơ cấu tài chính. [BAF](#) cũng phát

hành thành công 1 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 3 năm với coupon 10%, chủ yếu để tăng cường vốn lưu động và tái cấp vốn, phản ánh nhu cầu vốn thực chất của doanh nghiệp nông nghiệp quy mô lớn. Cuối cùng, F88 hoàn tất thương vụ phát hành đại chúng đầu tiên (300 tỷ đồng, kỳ hạn 2 năm, coupon 10%) để mở rộng mạng lưới kinh doanh và củng cố năng lực tài chính.

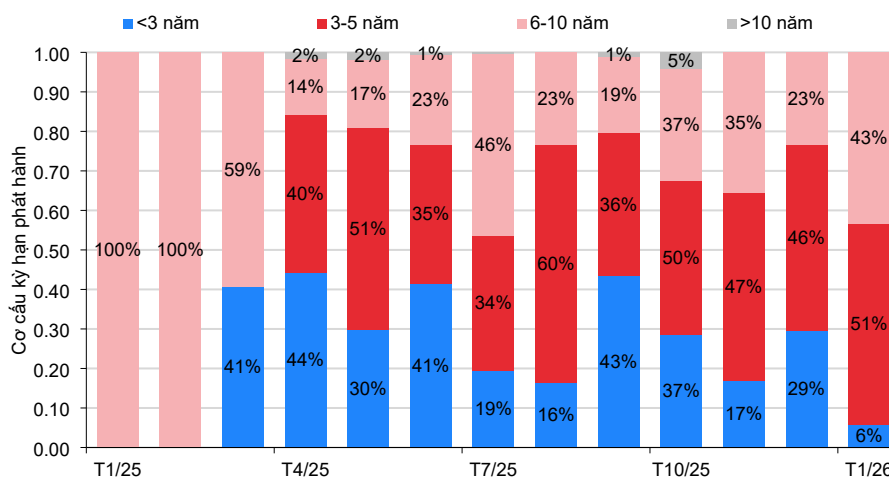
Cơ cấu theo ngành, ngành Ngân hàng chiếm khoảng 60% tổng giá trị phát hành trong tháng, trong khi ngành BĐS chỉ đóng góp 5%, phần còn lại phân bổ vào ngành Xây dựng, Nông nghiệp và Tài chính. Cơ cấu này tiếp tục cho thấy thị trường ưu tiên các tổ chức phát hành có hồ sơ tín dụng mạnh, dòng tiền ổn định và kế hoạch sử dụng vốn rõ ràng, trong khi những ngành rủi ro cao tiếp tục bị siết khả năng tiếp cận nguồn vốn trái phiếu.

Chúng tôi cho rằng hoạt động trầm lắng vào đầu năm 2026 chủ yếu mang tính chu kỳ. Phần lớn giá trị đáo hạn thường tập trung vào quý IV, khiến áp lực tái cấp vốn trong những tháng đầu năm giảm bớt và qua đó làm suy yếu nhu cầu phát hành ngắn hạn. Yếu tố mùa vụ cũng đóng vai trò quan trọng, khi quý I thường là giai đoạn hoàn tất quyết toán tài chính và hoạch định kế hoạch vốn, khiến các thương vụ phát hành quy mô lớn có xu hướng dịch chuyển sang Q2 trở đi.

Bất chấp khởi đầu trầm lắng, chúng tôi kỳ vọng hoạt động phát hành sẽ phục hồi rõ ràng hơn kể từ Q2, khi chu kỳ huy động vốn chuyển pha, áp lực đáo hạn gia tăng dần và nhu cầu tái cấp vốn tăng lên, trong đó phát hành ra công chúng tiếp tục là động lực quan trọng.

Biểu đồ 4: Cơ cấu kỳ hạn phát hành trái phiếu doanh nghiệp mới theo tháng

Kỳ hạn phát hành bình quân trong tháng 1 vẫn tập trung chủ yếu ở nhóm 3-5 năm

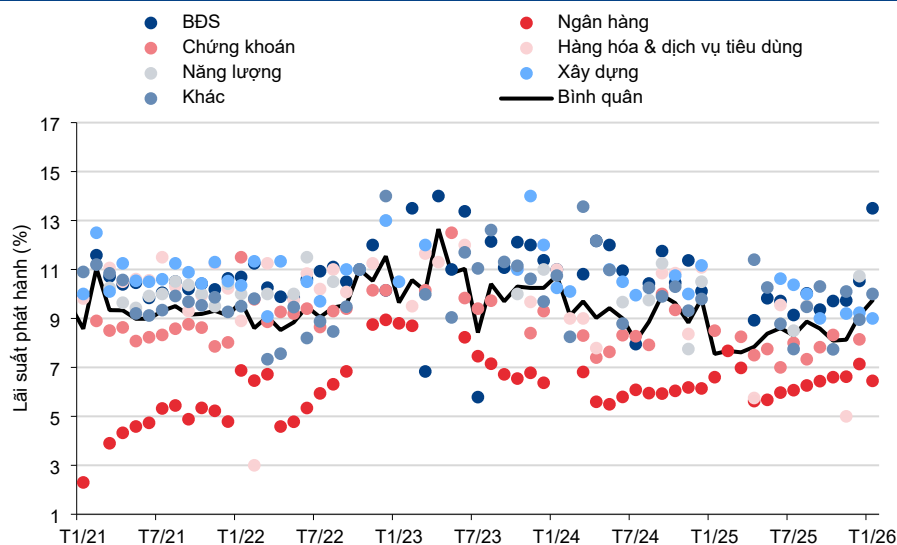


Nguồn: HNX, HSC

Đối với kỳ hạn và lãi suất, phát hành mới trong tháng 1 chủ yếu tập trung vào kỳ hạn bình quân khoảng 3-5 năm đối với ngành ngoài ngân hàng, trong khi các NHTM ưu tiên phát hành kỳ hạn dài hơn để tối ưu cấu trúc nguồn vốn và đáp ứng yêu cầu an toàn vốn. Lợi suất phát hành bình quân đơn giản tăng mạnh lên 9,74%, tăng 219 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 62 điểm cơ bản so với tháng trước, chủ yếu do tác động của thương vụ phát hành với lợi suất cao của Khải Hoàn Land (13,5%). Đáng chú ý, lợi suất này cao hơn dự báo cả năm 2026 của chúng tôi (8,8%) nhưng chúng tôi cho rằng điều này chỉ mang tính tạm thời thay vì tái định giá rủi ro tín dụng mang tính cấu trúc (Biểu đồ 4-5) (Mời xem: [Triển vọng thị trường TPDN năm 2026-2027: Bước vào chương phát triển mới](#), HSC, ngày 1/12/2025).

Biểu đồ 5: Lãi suất phát hành bình quân hàng tháng theo ngành

Lợi suất phát hành bình quân tăng mạnh lên 9,74%, tăng 219 điểm cơ bản so với cùng kỳ và 62 điểm cơ bản so với tháng trước, chủ yếu do tác động từ lô trái phiếu lãi suất cao 13,5% của CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land



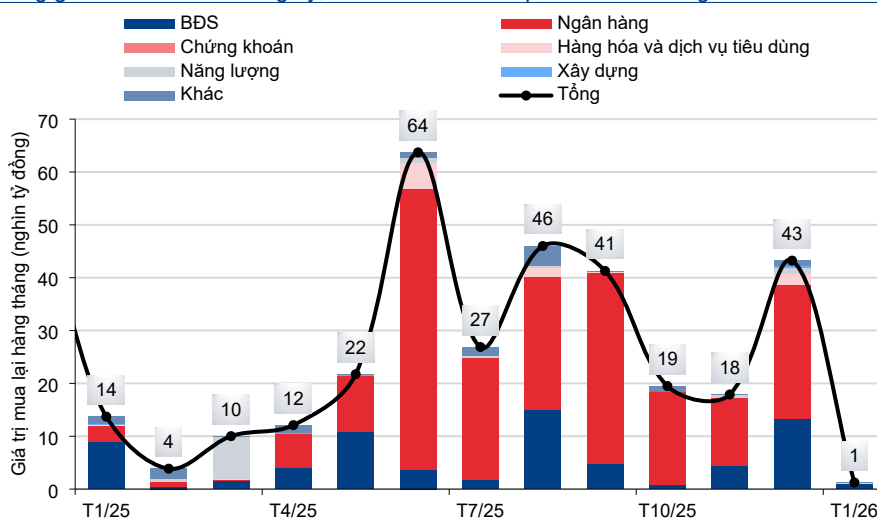
Ghi chú: Trái phiếu không lãi suất & trái phiếu chuyển đổi không được tính lãi suất bình quân.
Nguồn: HNX, HSC

Giá trị mua lại trái phiếu giảm xuống mức thấp nhất kể từ tháng 2/2021 do hiệu ứng mùa vụ

Giá trị mua lại trái phiếu trong tháng 1 giảm mạnh xuống khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng, giảm 91% so với cùng kỳ, mức thấp nhất kể từ tháng 2/2021. Kết quả này cho thấy áp lực đáo hạn và tái cấp vốn đã giảm đáng kể vào đầu năm, phù hợp với tính mùa vụ của thị trường TPDN Việt Nam, khi nghĩa vụ thanh toán thường tập trung vào nửa cuối năm. Do đó, tổng giá trị mua lại trái phiếu trong tháng chỉ bằng khoảng 24% giá trị phát hành mới (Biểu đồ 6-7).

Biểu đồ 6: Giá trị trái phiếu mua lại hàng tháng theo ngành

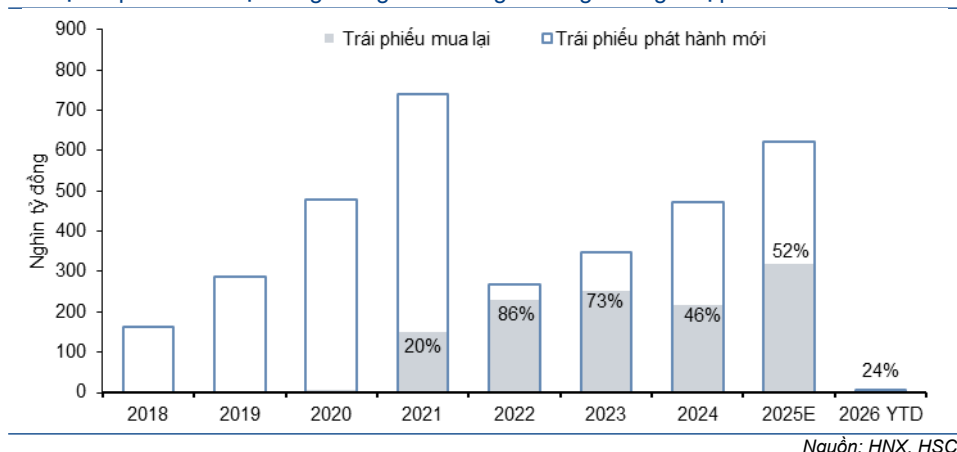
Giá trị trái phiếu mua lại giảm mạnh xuống khoảng 1,2 nghìn tỷ đồng trong tháng 1, tương đương giảm 91% so với cùng kỳ, đánh dấu mức thấp nhất theo tháng kể từ đầu năm 2021



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 7: Giá trị trái phiếu: Mua lại và phát hành mới

Giá trị trái phiếu mua lại trong tháng 1 chỉ bằng khoảng 24% giá trị phát hành mới



Cơ cấu theo ngành, ngành BĐS áp đảo với 81% tổng giá trị mua lại, phản ánh nỗ lực giảm tỷ lệ đòn bẩy và tái cơ cấu bảng CĐKT đang diễn ra. Thương vụ lớn nhất đến từ [DIG](#), mua lại 2 lô trái phiếu trị giá 800 tỷ đồng, nhằm tái cơ cấu nợ, tối ưu chi phí vốn và củng cố tín nhiệm thị trường. Sau giao dịch, DIG đã tắt toán toàn bộ dư nợ trái phiếu. Trong khi đó, [KN Cam Ranh LLC](#) (Chưa niêm yết) mua lại 181 tỷ đồng trái phiếu; [Trung Nam Solar Power JSC](#) (Chưa niêm yết) mua lại trước hạn một phần của 3 lô trái phiếu với tổng giá trị 40 tỷ đồng, giảm dư nợ xuống 476 tỷ đồng. Động thái này cho thấy nỗ lực quản lý trái phiếu đáo hạn chủ động và tối ưu chi phí vốn, đồng thời cho thấy dòng tiền hoạt động của một số doanh nghiệp hạ tầng và năng lượng tái tạo cải thiện dần sau giai đoạn chịu áp lực tài chính kéo dài.

Giá trị trái phiếu đáo hạn hạ nhiệt theo chu kỳ trong tháng 1/2026

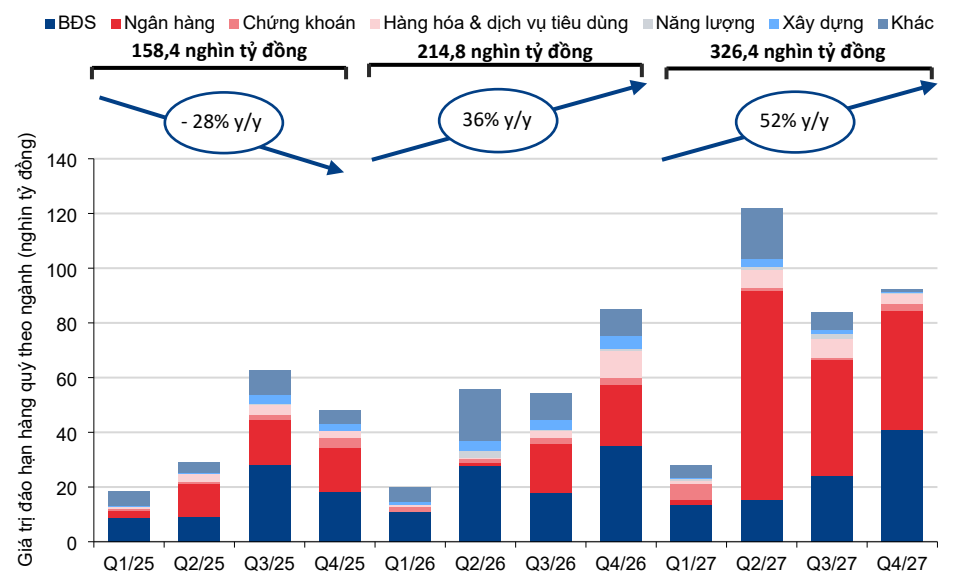
Giá trị trái phiếu đáo hạn trong tháng 1 sụt giảm đáng kể, phản ánh hiệu ứng mùa vụ khi hoạt động phát hành thường tăng tốc kể từ Q2. Tổng giá trị đáo hạn trong tháng đạt 3,5 nghìn tỷ đồng (tăng 12% so với cùng kỳ nhưng giảm 85% so với tháng trước), mức thấp nhất kể từ tháng 2/2025 (Biểu đồ 8-9). Điều này lý giải sự chững lại đồng thời của cả hoạt động phát hành mới lẫn mua lại trước hạn trong giai đoạn đầu năm.

Đối với các tổ chức phát hành, Hải Đăng Real Estate (Chưa niêm yết) ghi nhận giá trị đáo hạn lớn nhất với 2,8 nghìn tỷ đồng, tiếp theo là Kido Group (Chưa niêm yết) (1 nghìn tỷ đồng), TCX (Mua vào, giá mục tiêu 78.200) (500 tỷ đồng) và Đại Thành Phát (Chưa niêm yết) (500 tỷ đồng).

Trong cả năm 2026, tổng giá trị trái phiếu đáo hạn ước tính đạt khoảng 214,8 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 36% so với năm 2025 (158,4 nghìn tỷ đồng) (Biểu đồ 8). Trong đó, ngành BĐS chiếm tỷ trọng lớn nhất 43%, tiếp theo là ngành Ngân hàng với 19%, cho thấy áp lực tái cấp vốn sẽ tiếp tục tập trung ở những ngành có tỷ lệ đòn bẩy cao và chu kỳ dòng tiền dài.

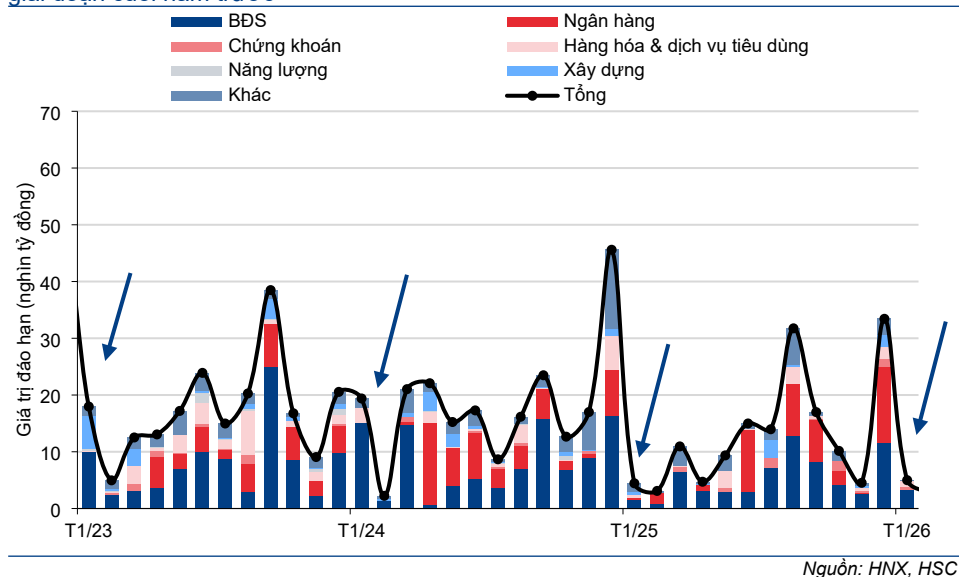
Biểu đồ 8: Giá trị đáo hạn hàng quý theo ngành

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



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

Áp lực đáo hạn thường hạ nhiệt trong những tháng đầu năm sau khi đã tập trung cao vào giai đoạn cuối năm trước



Trái phiếu có vấn đề trong tháng 1: Không ghi nhận trái phiếu chậm thanh toán

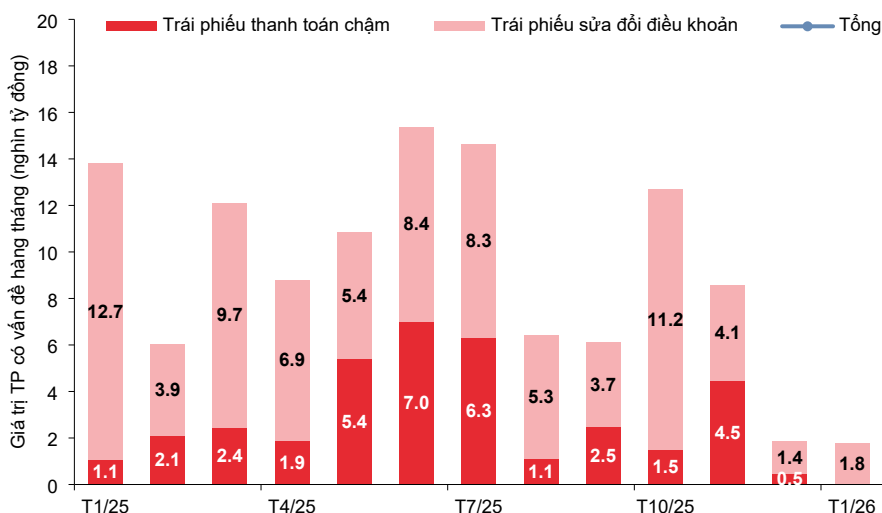
Giá trị TPDN có vấn đề mới tiếp tục giảm trong tháng thứ 3 liên tiếp, ở mức 1,8 nghìn tỷ đồng tn, giảm mạnh 87% so với cùng kỳ và giảm 5% so với tháng trước (Biểu đồ 10). Đáng chú ý, tháng 1 không ghi nhận trái phiếu chậm thanh toán gốc hoặc lãi; tất cả trái phiếu có vấn đề mới chỉ liên quan đến điều chỉnh điều khoản, cho thấy sự cải thiện đáng kể về kỷ luật tài chính & năng lực tái cơ cấu nợ chủ động của doanh nghiệp (Biểu đồ 11).

Cụ thể, CTCP Trung Nam Đắc Lắc 1 Wind Power (Chưa niêm yết) và Goldsun Printing & Packaging JSC (Chưa niêm yết) đã điều chỉnh điều khoản coupon cho các lô trái phiếu trị giá lần lượt 1,1 nghìn tỷ đồng và 48 tỷ đồng. Trong khi đó, Nam Long (NLG, Mua vào, giá mục tiêu 38.700đ) và Saigon General Services (SGR, Chưa khuyến

ngiht) điều chỉnh cấu trúc tài sản bảo đảm cho các lô trái phiếu trị giá lần lượt 500 tỷ đồng và 100 tỷ đồng. Tính đến cuối tháng 1/2026, trái phiếu có vấn đề chiếm khoảng 15,4% tổng dư nợ TPDN, bao gồm 6% trái phiếu chậm thanh toán và 9,4% điều chỉnh điều khoản (Biểu đồ 12).

Biểu đồ 10: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng tháng theo loại

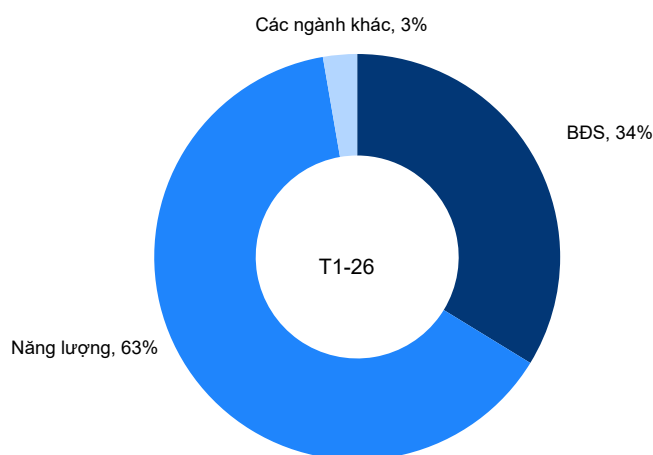
Trong tháng 1, lượng trái phiếu có vấn đề giảm tháng thứ ba liên tiếp và không ghi nhận trái phiếu thanh toán chậm trong tháng này



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 11: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề đã sửa đổi điều khoản theo ngành

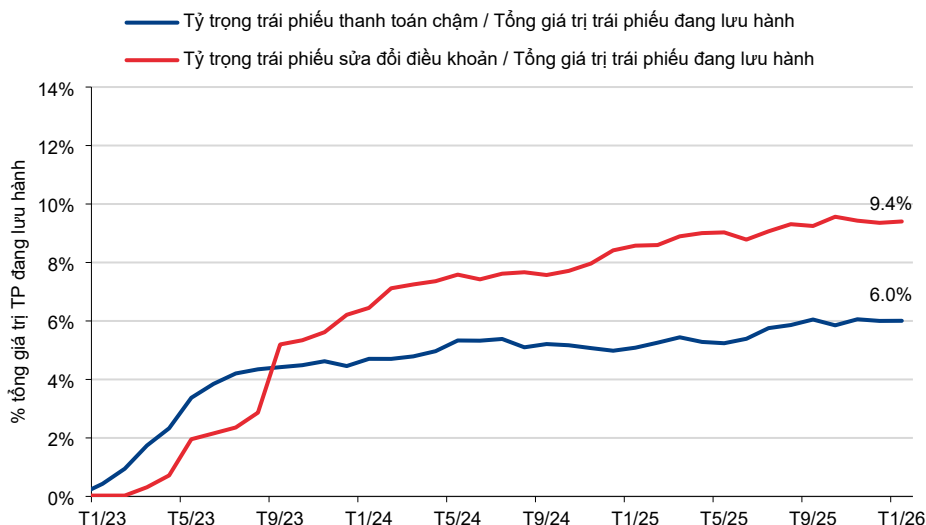
Lượng trái phiếu sửa đổi điều khoản chủ yếu tập trung ở nhóm ngành năng lượng, dẫn đầu là CTCP Điện gió Trung Nam Đắc Lắc 1 với khoảng 1,1 nghìn tỷ đồng giá trị các lô trái phiếu được sửa đổi



Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 12: Giá trị đang lưu hành của trái phiếu có vấn đề*

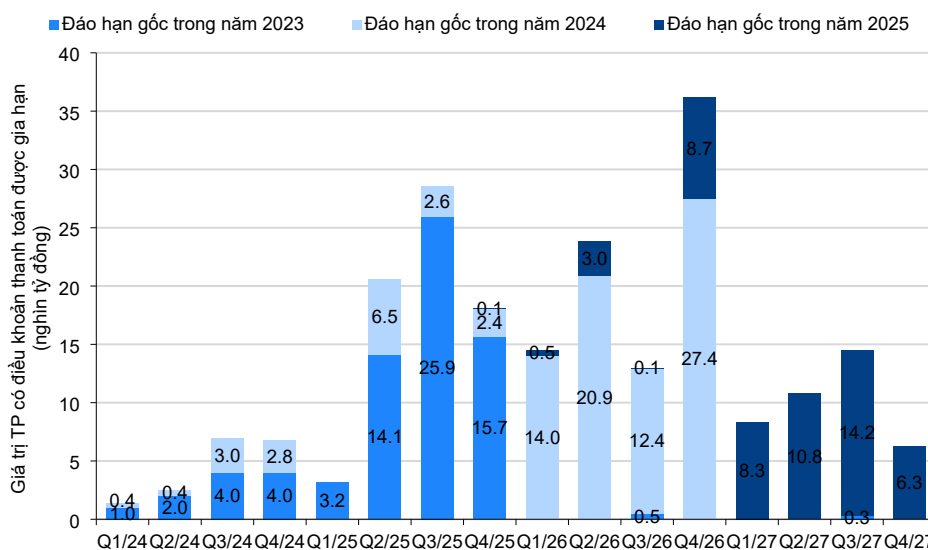
Giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm khoảng 15,4% tổng giá trị trái phiếu lưu hành trong tháng 1, trong đó chủ yếu là trái phiếu sửa đổi điều khoản



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 13: 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



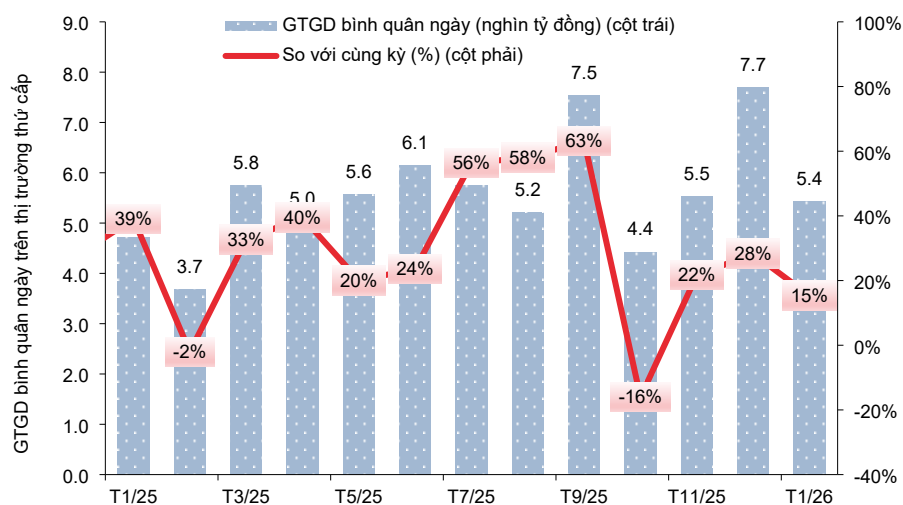
Nguồn: HNX, HSC

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

Thanh khoản bình quân ngày trái phiếu phát hành riêng lẻ trên thị trường thứ cấp trong tháng 1 tăng 15% so với cùng kỳ nhưng giảm 29% so với tháng trước xuống 5,4 nghìn tỷ đồng, sau khi đạt đỉnh 7,7 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2025. Nhờ đó, tổng giá trị giao dịch TPDN trong tháng 1 đạt 108,7 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 14). Hoạt động giao dịch tập trung chủ yếu ở trái phiếu của các doanh nghiệp BĐS và NHTM, dẫn đầu là Vinam Land (Chưa niêm yết), VIB (Buy, giá mục tiêu 22.700đ), Thái Sơn – Long An (Chưa niêm yết) và New Times T&T (Chưa niêm yết) (Biểu đồ 15).

Biểu đồ 14: GTGD bình quân ngày trên sàn giao dịch TPDN HNX

Sau khi đạt đỉnh 7,7 nghìn tỷ đồng vào hồi cuối năm, thanh khoản bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đã tăng 15% so với cùng kỳ nhưng giảm 29% so với tháng trước xuống còn 5,4 nghìn tỷ đồng



Nguồn: HNX, HSC

Bảng 15: TPDN giao dịch nhiều nhất trên sàn HNX trong tháng 1/2026

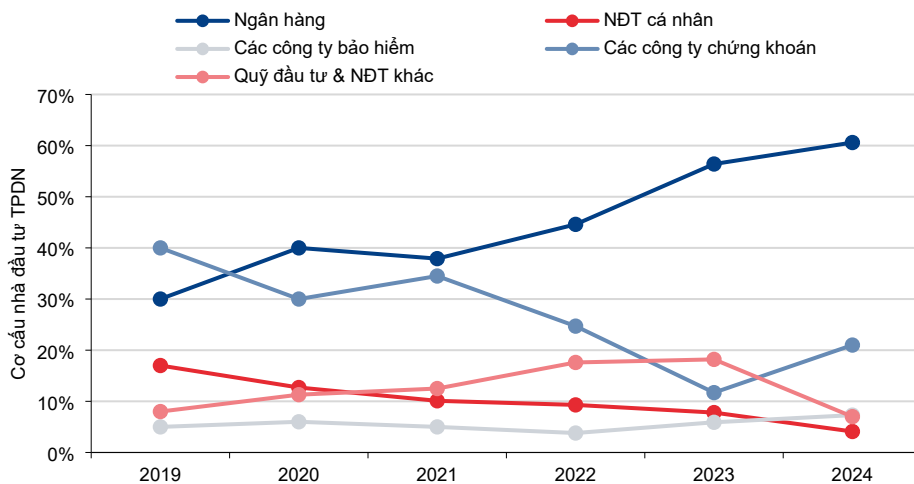
Trái phiếu của CTCP Vinam Land, VHM, VIB và CTCP Thái Sơn – Long An có GTGD cao nhất trong tháng 1

STT	Tổ chức phát hành	Mã CK	Ngành	GTGD (ngàn tỷ đồng)
1	CTCP Vinam Land	VIL12301	BDS	4.22
2	VIB	VIB12505	Ngân hàng	3.73
3	CTCP Thái Sơn – Long An	TSL12102	BDS	3.54
4	CTCP Thời Đại Mới T&T	NTJ12501	BDS	3.50
5	VHM	VHM12502	BDS	3.13
6	Công ty TNHH Hưng Phát Invest Hà Nội	IHP12501	BDS	3.00
7	VIB	VIB12504	Ngân hàng	2.78
8	Công ty TNHH Thương mại và Đầu tư Việt Đức	VDI12101	BDS	2.73
9	VFS	VIF12402	Giao thông	2.54
10	HDB	HDB12426	Ngân hàng	2.25

Nguồn: HNX, HSC

Phụ lục

Biểu đồ 16: Cơ cấu nhà đầu tư TPDN trên thị trường sơ cấp



Nguồn: Bộ Tài chính, VIS Rating, HSC

Bảng 17: Trái phiếu doanh nghiệp phát hành mới trong tháng 1

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)
1/6/2026	CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	KHG12503	BDS	Phát hành riêng lẻ	190	5	13.50
1/20/2026	CTG	CTG2634T2/01	Ngân hàng	Chào bán công khai	2,221	8	6.45
1/10/2026	CTCP Kinh doanh F88	F88125030	Tài chính	Chào bán công khai	300	2	10.00
1/5/2026	BAF	BAF12502	Nông nghiệp	Chào bán công khai	1,000	3	10.00
1/30/2026	CTD	CTD126006	Xây dựng	Chào bán công khai	1,400	3	9.00

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 5/2
Nguồn: HNX, HSC

Bảng 18: Giá trị đáo hạn cao nhất (tỷ đồng) trong 3 tháng tới (T2/26 – T4/26)

Tổ chức phát hành	Ngành	T2/26	T3/26	T4/26	Tổng	Xếp hạng
VIC	Đa ngành	1,050	2,000	4,000	7,050	1
VHM	BDS			4,000	4,000	2
CTCP Tư vấn và Kinh doanh BDS TCO	BDS			3,000	3,000	3
CTCP Đầu tư Thương mại Dịch vụ Gia Khang	BDS	1,500		1,000	2,500	4
CTCP BCG Land	BDS		2,500		2,500	5
CTCP Đầu tư Xây dựng Xuân Đình	Xây dựng		927	1,200	2,127	6
BCM	BDS		2,000		2,000	7
CTCP Tập đoàn Sovico	Đa ngành		2,000		2,000	8
Công ty TNHH Đầu tư kinh doanh và phát triển thương mại Việt An	BDS		1,250		1,250	9
CTCP Bất động sản Wonderland	BDS			1,000	1,000	10
ORS	Chứng khoán			1,000	1,000	11
CTCP Thương mại - Du lịch - Đầu tư Cù Lao Chàm	BDS			576	576	12
TCX	Chứng khoán	500			500	13
VDS	Chứng khoán		500		500	14
CTCP Đầu tư xây dựng Đại Thịnh Phát	BDS	472			472	15

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 19: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024	2025E	2026F	2027F
Tỷ giá									
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
GDP và việc làm									
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
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	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
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	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	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	20.0	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
Kinh doanh & Tiêu dùng									
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 W: www.hsc.com.vn