

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

Lợi suất TPCP trong nước tiếp tục xu hướng tăng

- KBNB đã huy động được 26 nghìn tỷ đồng trong tháng 1, đạt 87% kế hoạch tháng, 24% kế hoạch Q1 (110 nghìn tỷ đồng) và 5% kế hoạch năm 2026 (500 nghìn tỷ đồng).
- Lợi suất trái phiếu trong nước tiếp tục được điều chỉnh tăng: kỳ hạn 5 năm đạt 3,75% (vượt dự báo tại thời điểm cuối năm 2025 của chúng tôi là 3,5%) và kỳ hạn 10 năm đạt 4,11% (sát với dự báo là 4,2%). Ngược lại, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm giảm xuống 4,03%, làm chênh lệch lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm Việt Nam-Mỹ chuyển sang mức dương lần đầu tiên kể từ tháng 4/2023.
- Lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 16,4% vào đầu tháng 2 do áp lực thanh khoản tạm thời nhưng đã nhanh chóng bình ổn về mức 3,7% sau khi NHNN bơm ròng 162 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO trong 13 ngày đầu tháng 2, nâng giá trị trái phiếu lưu hành trên thị trường OMO lên mức cao kỷ lục 483 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng cú sốc này chỉ mang tính tạm thời, lãi suất cho vay qua đêm nhiều khả năng sẽ ổn định trong khoảng 4-6%. Lãi suất OMO hiện vẫn giữ ở mức 4,5%.

Phát hành TPCP: Kế hoạch huy động vốn khởi đầu vững chắc trong năm 2026

KBNB đã huy động thành công 26 nghìn tỷ đồng trong tháng 1, hoàn thành 87% kế hoạch tháng (trong đó 95% là trái phiếu kỳ hạn 10 năm), 24% kế hoạch Q1/2026 (110 nghìn tỷ đồng) và 5% kế hoạch cả năm (kế hoạch 500 nghìn tỷ đồng của KBNB thấp hơn 10% so với [dự báo của chúng tôi](#)). Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng trong tháng thứ 10 liên tiếp, trong khi tỷ lệ đầu thầu thành công giảm mạnh xuống 43%, cho thấy tâm lý thận trọng hơn từ phía NĐT. Đáng chú ý, với 84 nghìn tỷ đồng cần phát hành trong phần còn lại của Q1 và phát hành tháng 2 dự kiến tăng tốc (45 nghìn tỷ đồng), áp lực phát hành ngắn hạn sẽ tiếp tục gây sức ép lên lợi suất.

Chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ đảo chiều khi lãi suất trong nước tăng cao

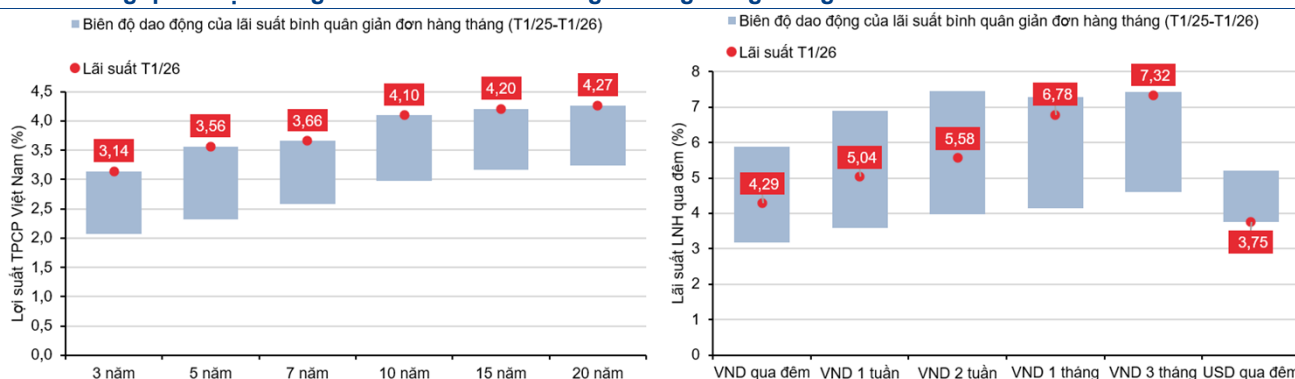
Hoạt động trên thị trường sơ cấp tăng trưởng mạnh trong đầu năm 2026 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 63% so với cùng kỳ đạt 660 triệu USD, nâng tổng giá trị giao dịch tháng 1 lên 13,1 tỷ USD. Diễn biến lợi suất tương tự trên thị trường sơ cấp, tăng 97-128 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 2-36 điểm cơ bản so với tháng trước. Lợi suất kỳ hạn 5 năm dẫn đầu đà tăng trưởng, đạt 3,75% vào ngày 23/2/2026 (vượt [dự báo tại thời điểm cuối năm](#) của chúng tôi là 3,5%), trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng lên 4,11% sát dự báo của chúng tôi (4,2%), HSC đang xem xét lại dự báo lợi suất). Trong khi đó, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm giảm xuống 4,03% do NĐT lo ngại về những thay đổi thất thường trong chính sách thuế quan của ông Trump. Điều này đã khiến chênh lệch lợi suất kỳ hạn 10 năm Việt Nam-Mỹ dương trở lại (8 điểm cơ bản) lần đầu tiên kể từ tháng 4/2023. Mặc dù định giá tương đối đã cải thiện, khối ngoại vẫn bán ròng 75 triệu USD TPCP VN trong tháng 1.

Biến động lãi suất cho vay qua đêm đầu tháng 2 chỉ mang tính tạm thời

Lãi suất LNH biến động mạnh kể từ đầu năm. Sau khi giảm về 5,1% vào cuối tháng 1, lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 16,4% vào ngày 3/2/2026, chủ yếu do nhu cầu tiền mặt tăng cao trước Tết Nguyên đán và dòng tiền dịch chuyển liên quan đến kỳ đóng thuế, trong khi điều kiện thanh khoản hệ thống thắt chặt (tăng trưởng tín dụng vượt đáng kể tăng trưởng huy động và tài sản đảm bảo đủ điều kiện repo sụt giảm). NHNN đã phản ứng nhanh chóng khi đảo ngược trạng thái rút ròng 88 nghìn tỷ đồng trong tháng 1 sang bơm ròng 162 nghìn tỷ đồng trong 13 ngày đầu tháng 2. Động thái này đã nâng dư nợ trên thị trường OMO lên mức cao kỷ lục 483 nghìn tỷ đồng (từ 409 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối năm 2025). Từ đó, lãi suất cho vay qua đêm đã giảm xuống 3,7% vào ngày 13/2/2026, thu hẹp chênh lệch lãi suất VND-USD xuống 12 điểm cơ bản. Chúng tôi cho rằng áp lực này chủ yếu mang tính tạm thời, lãi suất cho vay qua đêm có khả năng ổn định trở lại trong khoảng 4-6% nhờ sự điều chỉnh chính sách linh hoạt của NHNN.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/2.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường TPCP và lãi suất liên ngân hàng trong tháng 1/2026



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

TPCP: Phát hành ổn định, lợi suất tăng trong đầu năm 2026

Thị trường trái phiếu Việt Nam khởi đầu năm 2026 với hoạt động phát hành ổn định và mặt bằng lợi suất tiếp tục đi lên. KBNN đã huy động thành công 26 nghìn tỷ đồng trong tháng 1 (hoàn thành 24% kế hoạch Q1 và 5% kế hoạch cả năm), chủ yếu tập trung ở kỳ hạn 10 năm. Tuy nhiên, tỷ lệ đấu thầu thành công đã giảm xuống 43%, cho thấy nhu cầu sụt giảm trong bối cảnh nguồn cung rất lớn trong thời gian tới. Thanh khoản thị trường thứ cấp tăng trưởng mạnh (tăng 63% so với cùng kỳ) và lợi suất tiếp tục gia tăng, dẫn đầu là kỳ hạn 5 năm. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm giảm xuống 4,03%, chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ đã chuyển trạng thái dương lần đầu tiên kể từ tháng 4/2023, mặc dù khối ngoại vẫn tiếp tục bán ròng 75 triệu USD. Tình trạng thắt chặt thanh khoản đầu tháng 2 đã đẩy lãi suất cho vay qua đêm lên 16,4% trong thời gian ngắn nhưng NHNN đã kịp thời bơm ròng 162 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO và nhanh chóng đưa lãi suất giảm về 3,7%. Điều này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng cú sốc này chỉ có tác động tạm thời.

Thị trường sơ cấp

Trong tháng 1/2026, KBNN đã phát hành thành công 26 nghìn tỷ đồng TPCP, tăng 63% so với cùng kỳ nhưng giảm 60% so với tháng trước do yếu tố mùa vụ sau giai đoạn cao điểm cuối năm. Đây là giá trị phát hành trong tháng 1 cao nhất trong 2 năm qua, hoàn thành 87% kế hoạch tháng (30 nghìn tỷ đồng), phản ánh chiến lược đẩy mạnh huy động vốn ngay từ đầu năm tài khóa. (Biểu đồ 2-3).

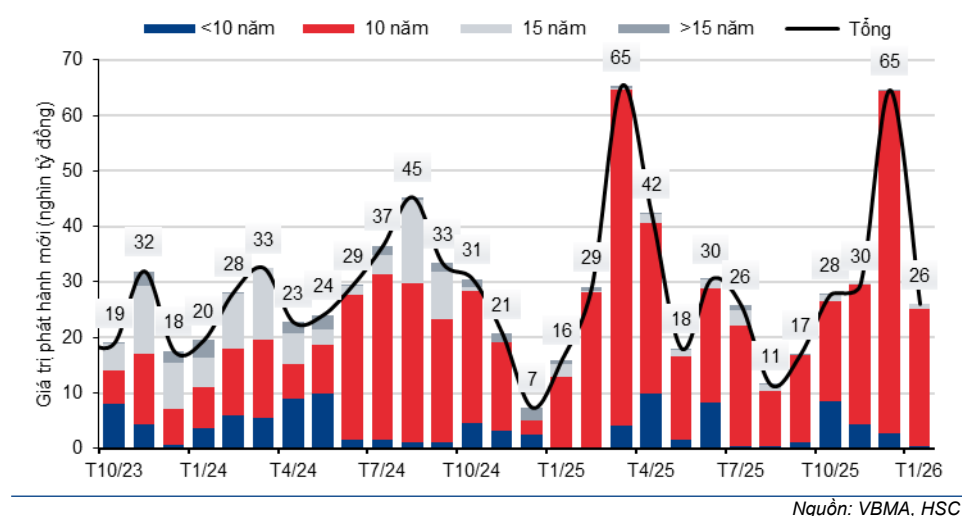
Phát hành tiếp tục tập trung chủ yếu ở các kỳ hạn dài. Trái phiếu kỳ hạn 10 năm đạt 24,7 nghìn tỷ đồng (tăng 93% so với cùng kỳ), chiếm 95% tổng giá trị phát hành. Các kỳ hạn còn lại khá khiêm tốn, bao gồm 850 tỷ đồng kỳ hạn 15 năm và 500 tỷ đồng kỳ hạn 5 năm (Mời xem Biểu đồ 21 trong phần Phụ lục).

Trong Q1/2026, kế hoạch phát hành dự kiến là [110 nghìn tỷ đồng](#), tương đương mức 111 nghìn tỷ đồng trong Q1/2025. Cơ cấu phát hành vẫn ưu tiên kỳ hạn 10 năm (65 nghìn tỷ đồng), tiếp theo lần lượt là kỳ hạn 5 năm và 15 năm với cùng mức 17 nghìn tỷ đồng cho mỗi kỳ hạn. Trong khi đó, [kế hoạch phát hành tháng 2 đã được công bố ở mức 45 nghìn tỷ đồng](#), cao hơn 15 nghìn tỷ đồng so với tháng 1, cho thấy tốc độ phát hành sẽ được đẩy nhanh trong những tháng tới.

Theo [Công văn số 12608/KBNN-QLNQ](#), kế hoạch phát hành cả năm 2026 được ấn định ở mức 500 nghìn tỷ đồng, tương đương với mục tiêu năm 2025 nhưng thấp hơn 10% so với [dự báo 550 nghìn tỷ đồng của chúng tôi](#). Cơ cấu kỳ hạn sẽ được công bố sau.

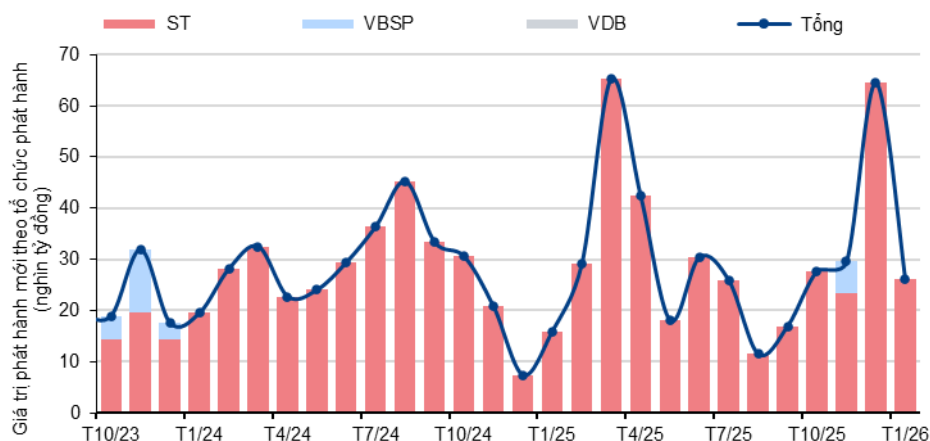
Biểu đồ 2: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo kỳ hạn

Giá trị phát hành tăng 63% so với cùng kỳ trong tháng 1, đạt 26 nghìn tỷ đồng



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

Kho bạc Nhà nước là đơn vị phát hành TPCP duy nhất trong hai tháng liên tiếp



Ghi chú: ST = Kho bạc Nhà nước; VBSP = Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam; VDB = Ngân hàng Phát triển Việt Nam.

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 4: TPCP năm 2026: Phát hành thực tế và kế hoạch

Giá trị phát hành trong tháng 1 hoàn thành 24% kế hoạch Q1 và 5% kế hoạch cả năm 2026

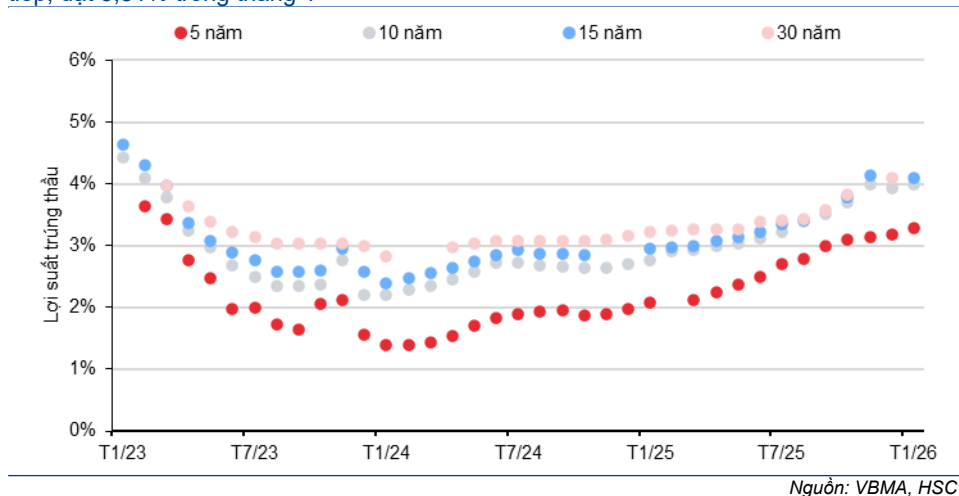
Kỳ hạn	Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q1/26	% kế hoạch 2026
3 năm		0.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		17.0	0.5	0.5	0.5	3%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		65.0	24.7	24.7	24.7	38%	
15 năm		17.0	0.9	0.9	0.9	5%	
20 năm		3.0	0.0	0.0	0.0	0%	
30 năm		6.0	0.0	0.0	0.0	0%	
Tổng	500.0	110.0	26.0	26.0	26.0	24%	5%

Nguồn: VBMA, HSC

Theo đó, giá trị phát hành trong tháng 1 đã hoàn thành 24% mục tiêu Q1 và 5% kế hoạch cả năm. Khoảng 84 nghìn tỷ đồng còn lại sẽ được phát hành trong 2 tháng tới, cho thấy nguồn cung sơ cấp sẽ rất dồi dào trong thời gian tới (Biểu đồ 4).

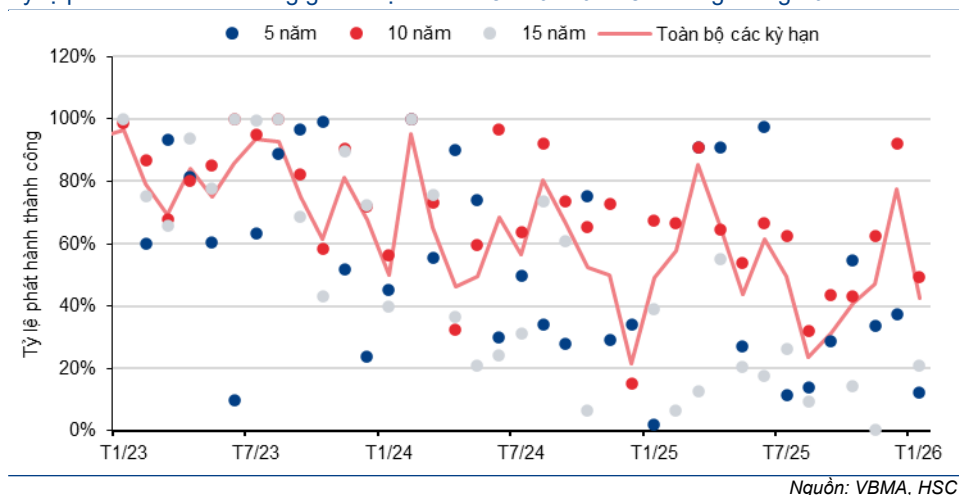
Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng tháng thứ 10 liên tiếp trong tháng 1. Lợi suất trúng thầu bình quân đạt 3,81%, tăng 98 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 6 điểm cơ bản so với tháng trước. Xét trên kỳ hạn, lợi suất tăng 114-123 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 6-11 điểm cơ bản so với tháng trước, phản ánh nền lợi suất cao hơn so với đầu năm ngoài cùng với áp lực nguồn cung ngày càng lớn. Cụ thể, lợi suất trúng thầu bình quân cho kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt ở mức 3,3%, 4,02% và 4,11% (Biểu đồ 5). Đáng chú ý, tỷ lệ phát hành thành công đã giảm xuống 43% trong tháng 1 từ 78% trong tháng 12/2025. Tỷ lệ trúng thầu kém tích cực cho thấy nhu cầu của NĐT đang suy yếu trong bối cảnh lợi suất tăng lên và tâm lý thận trọng trước áp lực phát hành lớn trong Q1/2026 (Biểu đồ 6).

Biểu đồ 5: Biến động lợi suất trung thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)
Lợi suất bình quân trên thị trường sơ cấp duy trì xu hướng tăng sang tháng thứ 10 liên tiếp, đạt 3,81% trong tháng 1



Biểu đồ 6: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công giảm mạnh còn 43% từ mức 78% trong tháng trước



Thị trường thứ cấp

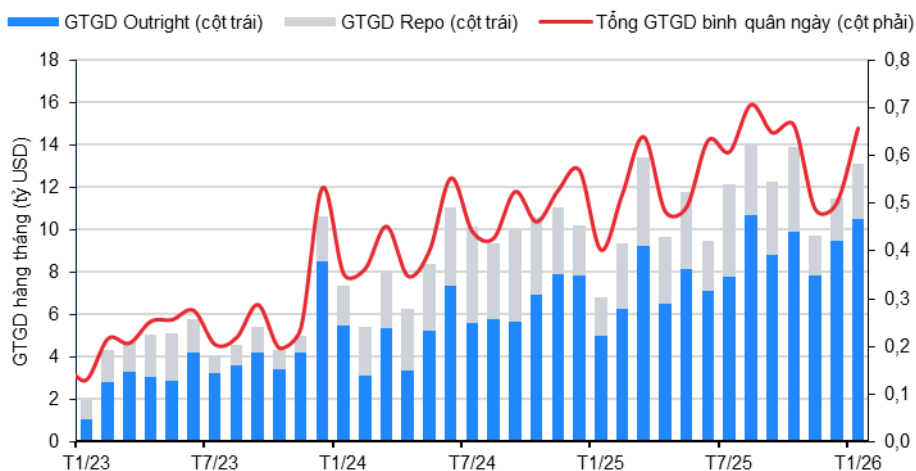
TPCP trên thị trường thứ cấp khởi đầu năm 2026 khá sôi động. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt khoảng 660 triệu USD (tương đương 17 nghìn tỷ đồng), tăng 63% so với cùng kỳ và tăng 31% so với tháng trước. Từ đó, tổng giá trị giao dịch tháng 1 đã tăng mạnh 92% so với cùng kỳ và tăng 14% so với tháng trước, đạt 13,1 tỷ USD (tương đương 340,5 nghìn tỷ đồng) (Biểu đồ 7).

Giao dịch outright tiếp tục chiếm ưu thế, đóng góp 80% tổng doanh thu với 10,5 tỷ USD (tương đương 262,7 nghìn tỷ đồng), tăng mạnh 110% so với cùng kỳ và tăng 11% so với tháng trước, cho thấy hoạt động giao dịch khởi sắc đáng kể. Trong khi đó, các giao dịch repo đạt tổng cộng 2,6 tỷ USD (tương đương 67,8 nghìn tỷ đồng), tăng 43% so với cùng kỳ và tăng 31% so với tháng trước.

Diễn biến lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục theo sát thị trường sơ cấp. So với cùng kỳ, lợi suất tăng 97-128 điểm cơ bản ở tất cả các kỳ hạn, trong khi tăng 2-36 điểm cơ bản so với tháng trước. Đáng chú ý, áp lực tăng thể hiện rõ rệt hơn ở phần giữa đường cong lợi suất. Lợi suất kỳ hạn 5 năm tăng mạnh 36 điểm cơ bản so với tháng trước lên 3,61% tại thời điểm cuối tháng 1, trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tương đối ổn định, chỉ tăng nhẹ 3 điểm cơ bản lên 4,06%. Điều này phản ánh đường cong lợi suất đang dốc hơn ở kỳ hạn trung hạn (Biểu đồ 8-9).

Biểu đồ 7: GTGD hàng tháng và thanh khoản bình quân ngày

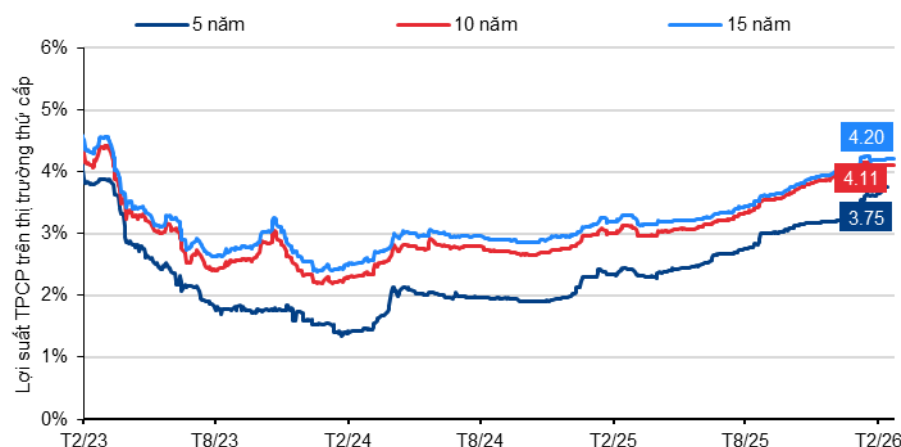
GTGD bình quân ngày trên thị trường TPCP thứ cấp tăng 63% so với cùng kỳ, đạt 660 triệu USD trong tháng 1



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 8: Đường cong lợi suất TPCP

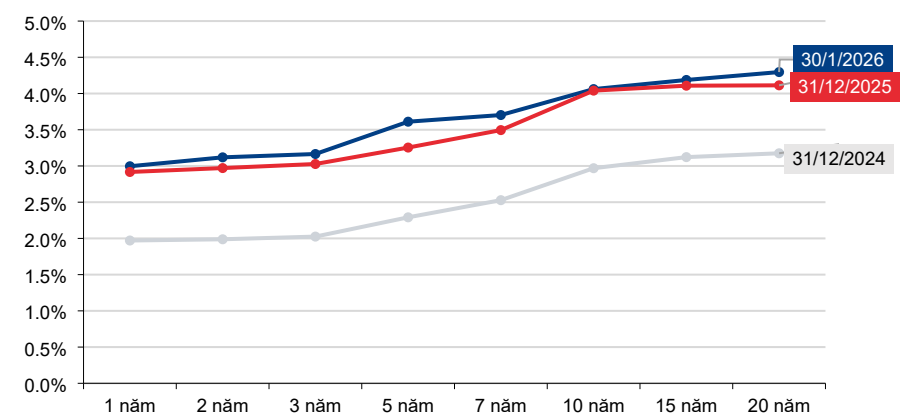
Lợi suất trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng, bám sát đà tăng của lợi suất trên thị trường sơ cấp



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến hết ngày 23/2.
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 9: Đường cong lợi suất TPCP

Lợi suất tăng tại tất cả các kỳ hạn, trong đó mức tăng rõ rệt nhất ghi nhận tại kỳ hạn 5 năm



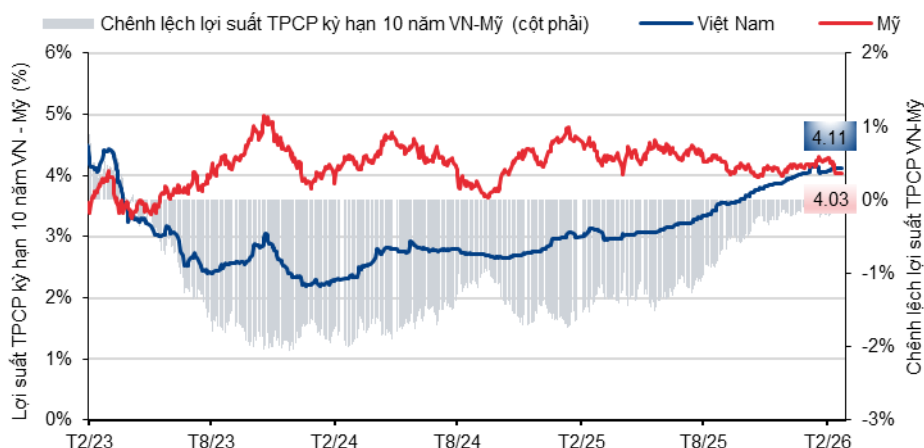
Nguồn: VBMA, HSC

Trong 23 ngày đầu tháng 2, lợi suất tiếp tục tăng 1-14 điểm cơ bản so với cuối tháng 1. Kỳ hạn 5 năm tiếp tục dẫn đầu tăng khi tăng thêm 14 điểm cơ bản lên 3,75% (tính đến ngày 23/2/2026), vượt [dự báo tại thời điểm cuối năm 2026 của chúng tôi](#) là 3,5%. Trong khi đó, lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng 5 điểm cơ bản lên 4,11%, sát dự báo của chúng tôi (4,2%). Trước diễn biến định giá lại mạnh hơn kỳ vọng, HSC đang xem xét lại các dự báo lợi suất để phản ánh sát hơn điều kiện lãi suất đang thay đổi.

Ngược lại, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đã giảm 23 điểm cơ bản cuối tháng 1 xuống 4,03% tính đến ngày 23/2/2026, mức thấp nhất kể từ tháng 11 do các NĐT quan ngại về những chính sách thuế quan mới của ông Trump. [Mức thuế suất chung 10%](#) cho các đối tác thương mại dự kiến sẽ có hiệu lực sau khi Tòa án Tối cao [bác bỏ Đạo luật IEEPA của Tổng thống Trump](#) vào thứ sáu vừa qua. Phán quyết này cũng mở ra khả năng [hơn 175 tỷ USD doanh thu thuế quan đã thu trước đó có thể phải hoàn trả](#), làm gia tăng lo ngại về thâm hụt tài khóa cũng như áp lực lên nợ công của Mỹ. Những bất ổn này đã thúc đẩy nhu cầu trú ẩn của NĐT và làm giảm lợi suất trái phiếu. Từ đó, chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ kỳ hạn 10 năm đã chuyển dương (8 điểm cơ bản) lần đầu kể từ tháng 4/2023 với lợi suất kỳ hạn 10 năm của Việt Nam cao hơn lợi suất kỳ hạn 10 năm của Mỹ (Biểu đồ 10).

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

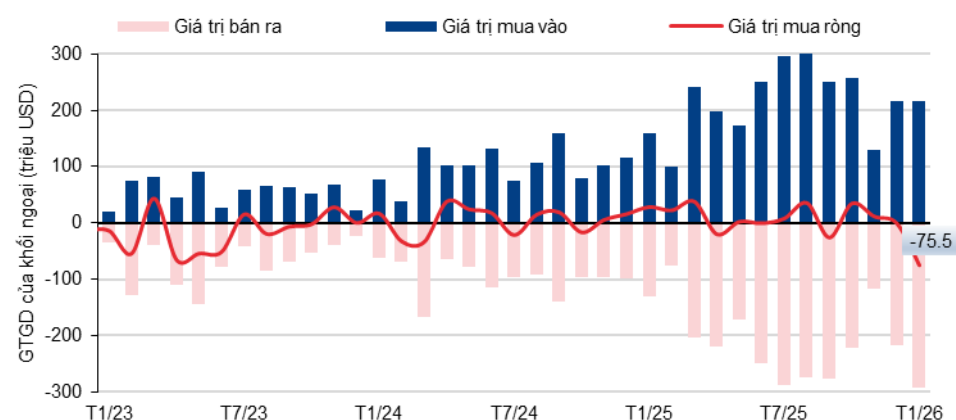
Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Mỹ - Việt Nam đã thu hẹp còn 8 điểm cơ bản, lần đầu tiên chuyển sang mức dương kể từ tháng 4/2023



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 23/2.
Nguồn: VBMA, CEIC, HSC

Biểu đồ 11: GTGD hàng năm của khối ngoại trên thị trường thứ cấp

NĐT NN duy trì bán ròng tháng thứ 2 liên tiếp, trong đó tổng giá trị bán ròng trong tháng 1 đạt 75 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC

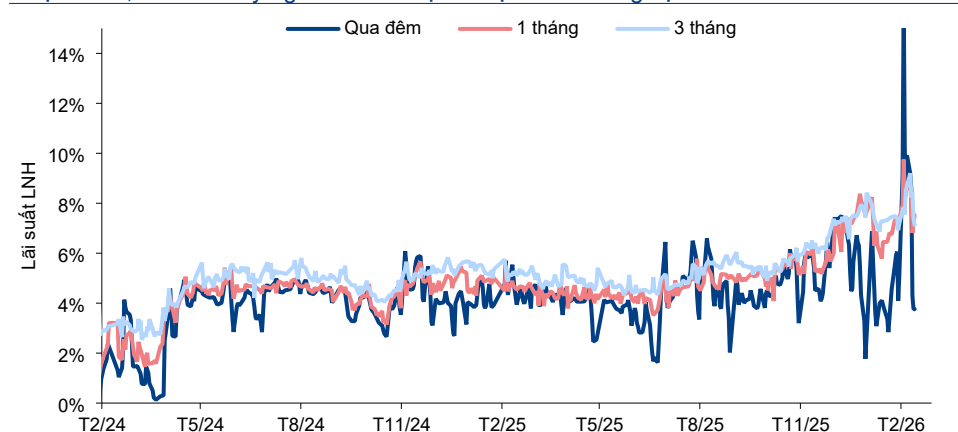
Khối ngoại vẫn tiếp tục bán ròng tháng thứ 2 liên tiếp bất chấp lợi suất TPCP đang tăng, với giá trị rút ròng 75 triệu USD (khoảng 1,9 nghìn tỷ đồng) trong tháng 1, trái ngược so với mua ròng 28 triệu USD (739 tỷ đồng) cùng kỳ năm ngoái (Biểu đồ 11).

Thị trường LNH và thị trường OMO

Lãi suất LNH biến động đáng kể trong tháng 1, giảm trong 3 tuần đầu trước khi tăng trở lại trong tuần cuối. Tính đến ngày 30/1/2026, lãi suất cho vay qua đêm ở mức 5,1%, giảm 179 điểm cơ bản so với đầu tháng (6,9%). Lãi suất các kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng đều ở mức 7,4%, giảm lần lượt 85 điểm cơ bản và 76 điểm cơ bản (Biểu đồ 12).

Biểu đồ 12: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

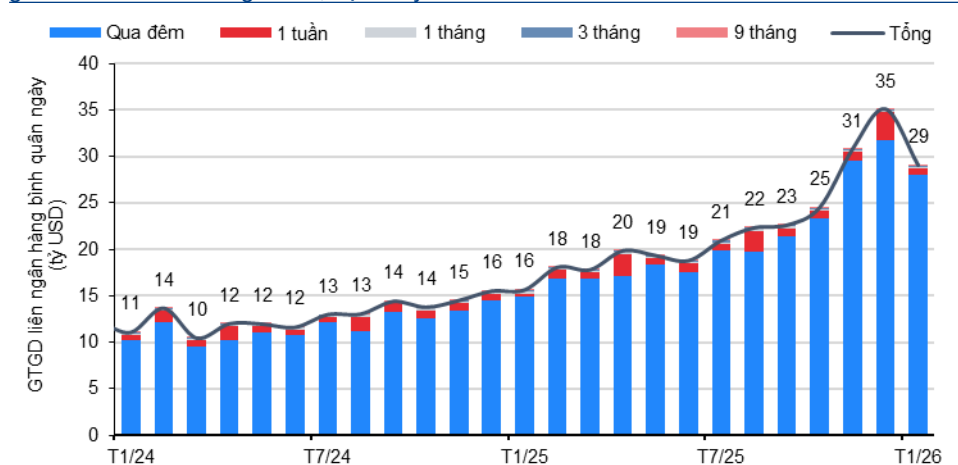
Lãi suất LNH qua đêm tăng mạnh lên mức cao kỷ lục 16,4% hồi đầu tháng 2 trước khi hạ nhiệt còn 3,7% trước kỳ nghỉ Tết nhờ sự hỗ trợ từ các công cụ điều hành của NHNN



Ghi chú: Dữ liệu đang cập nhật đến ngày 13/2/2026.
Nguồn: SBV, CEIC, HSC

Biểu đồ 13: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

Thanh khoản LNH bình quân ngày trong tháng 1 tăng mạnh 86% so với cùng kỳ nhưng giảm 17% so với tháng trước, đạt 29 tỷ USD



Nguồn: CEIC, HSC

Thanh khoản bình quân ngày trong tháng 1 tăng mạnh 86% so với cùng kỳ nhưng giảm 17% so với tháng trước, đạt 29 tỷ USD (tương đương 753,5 nghìn tỷ đồng), trong đó giao dịch qua đêm chiếm 97% tổng giá trị (Biểu đồ 13). Nhìn chung, điều kiện thanh khoản duy trì tương đối ổn định trong phần lớn thời gian của tháng 1.

Trên thị trường OMO, tháng 1 ghi nhận rút ròng thanh khoản do các đợt bơm tiền mới thu hẹp, trong khi NHNN không phát hành thêm tín phiếu. Cụ thể, NHNN đã bơm 154,7 nghìn tỷ đồng thông qua hợp đồng mua lại đảo ngược so với 242,8 nghìn tỷ đồng đảo hạn, tương đương rút ròng 88,1 nghìn tỷ đồng trong tháng. Các hợp đồng repo đảo ngược có lợi suất 4,5% với kỳ hạn từ 7 đến 56 ngày.

Điều kiện thanh khoản siết chặt mạnh trong đầu tháng 2. Lãi suất cho vay qua đêm tăng lên 16,4% vào ngày 3/2/2026, cho thấy cú sốc thanh khoản ngắn hạn chủ yếu do các yếu tố mùa vụ với nhu cầu rút tiền mặt tăng cao trước kỳ nghỉ Tết Nguyên đán.

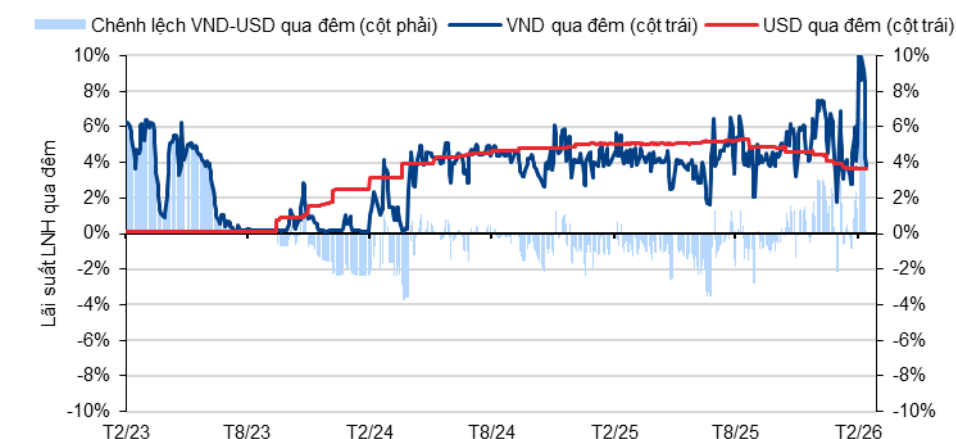
Đáng chú ý, nhu cầu tiền mặt năm nay tăng mạnh hơn mọi năm, đặc biệt là ở nhóm kinh doanh hộ gia đình trong bối cảnh triển khai các chính sách thuế mới. Đồng thời, việc các doanh nghiệp nộp thuế tạm tính trong tháng 1 đã dẫn đến một dòng tiền tạm thời chuyển dịch về KBNN, làm chậm quá trình quay trở lại hệ thống ngân hàng.

Về mặt cấu trúc, thanh khoản cũng giảm xuống do tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt đáng kể tăng trưởng huy động, trong khi danh mục TPCP đủ điều kiện làm tài sản thế chấp repo tại các NHTM sụt giảm, thu hẹp khả năng tiếp cận nguồn vốn OMO (Mời xem: [Đánh giá lại tình trạng thiếu hụt thanh khoản ở Việt Nam: Chu kỳ hay cấu trúc?](#), HSC, 23/2/2026).

Để ứng phó với tình hình này, NHNN đã nhanh chóng triển khai hỗ trợ thanh khoản quy mô lớn thông qua thị trường OMO, giúp bình ổn thị trường hiệu quả. Tính đến ngày 13/2/2026, ngay trước kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, lãi suất cho vay qua đêm đã giảm mạnh xuống 3,7%. Trong khi đó, lãi suất cho vay qua đêm đồng USD ở mức 3,64% cùng ngày, thu hẹp chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND-USD xuống 12 điểm cơ bản, từ mức chênh lệch rất lớn là 142 điểm cơ bản tại thời điểm cuối tháng 1. Sự thu hẹp này phản ánh điều kiện thanh khoản đồng VND đã hạ nhiệt nhanh chóng sau sự can thiệp kịp thời của NHNN (Biểu đồ 14).

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

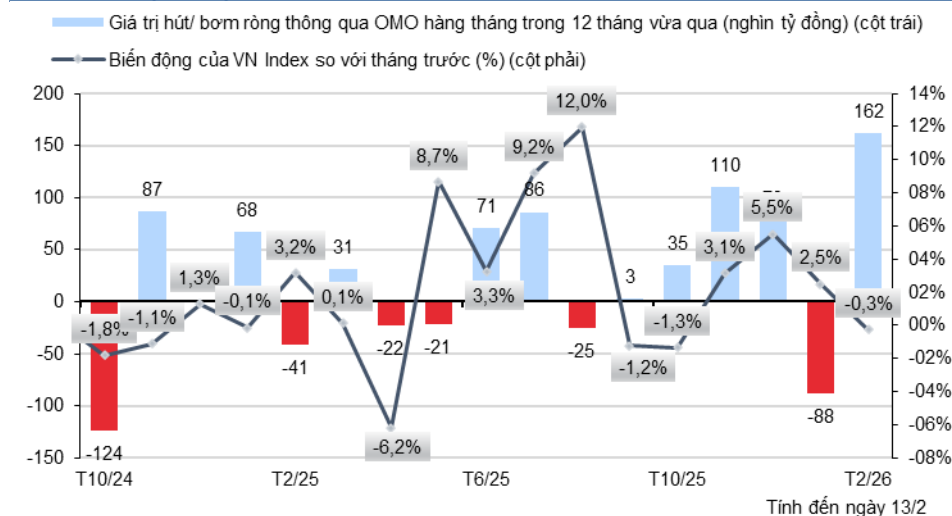
Chênh lệch lãi suất VND-USD qua đêm duy trì ở mức dương trong bối cảnh chi phí huy động trong nước ở mức cao và thanh khoản hạn chế



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 15: Giá trị hút/bơm rỗng qua OMO hàng tháng trong 12 tháng qua

NHNN đã bơm rỗng 162 nghìn tỷ đồng trong 13 ngày đầu tháng 2 trong bối cảnh áp lực thanh khoản gia tăng mạnh

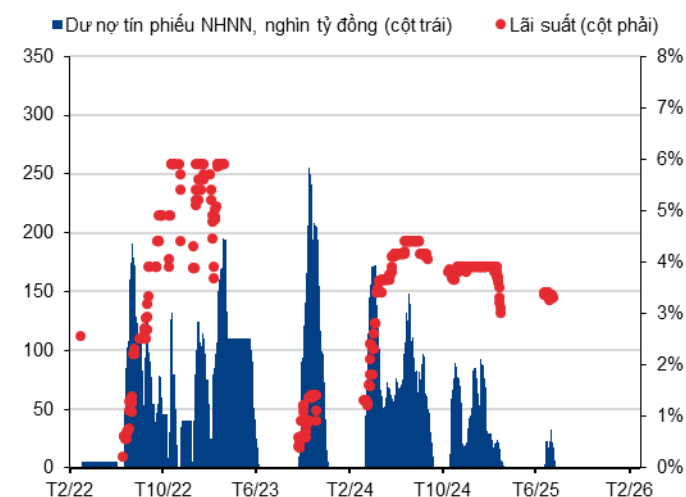


Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 13/2.
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, HSC

Trong 13 ngày đầu tháng 2, NHNN đã chuyển hẳn sang bơm ròng. NHNN đã thực hiện cho vay repo 299,5 nghìn tỷ đồng so với 137,5 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng khoảng 162 nghìn tỷ đồng, trái ngược hoàn toàn so với rút ròng 88 nghìn tỷ đồng trong tháng 1 (Biểu đồ 15-17).

Biểu đồ 16: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

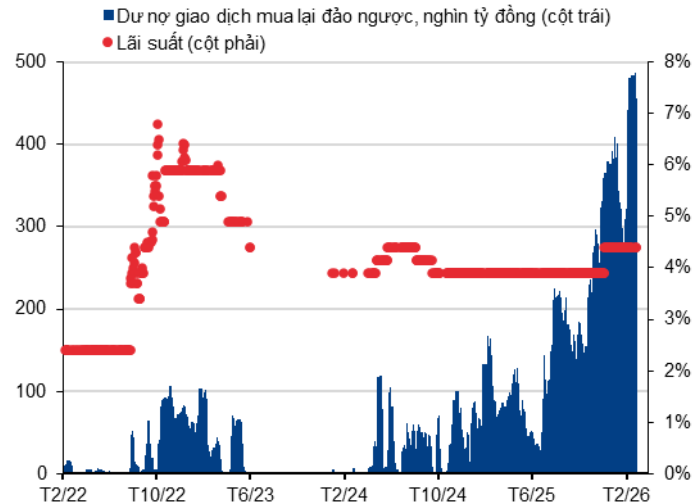
Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7/2025 do sức ép thanh khoản trên thị trường LNH



Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, HSC

Biểu đồ 17: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

Tính đến ngày 13/2, giá trị dư nợ giao dịch Repo tăng lên mức cao kỷ lục 483 nghìn tỷ đồng nhằm hỗ trợ thanh khoản cho toàn hệ thống



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 13/2/2026.
Nguồn: Ngân hàng Nhà nước, HSC

Kể từ đầu năm, NHNN đã bơm 454,2 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, so với 380,2 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 74 nghìn tỷ đồng. Dư nợ trên thị trường OMO đã tăng lên mức kỷ lục 483 nghìn tỷ đồng, vượt mức đỉnh năm ngoái là khoảng 409 nghìn tỷ đồng, cho thấy quy mô hỗ trợ thanh khoản kỷ lục.

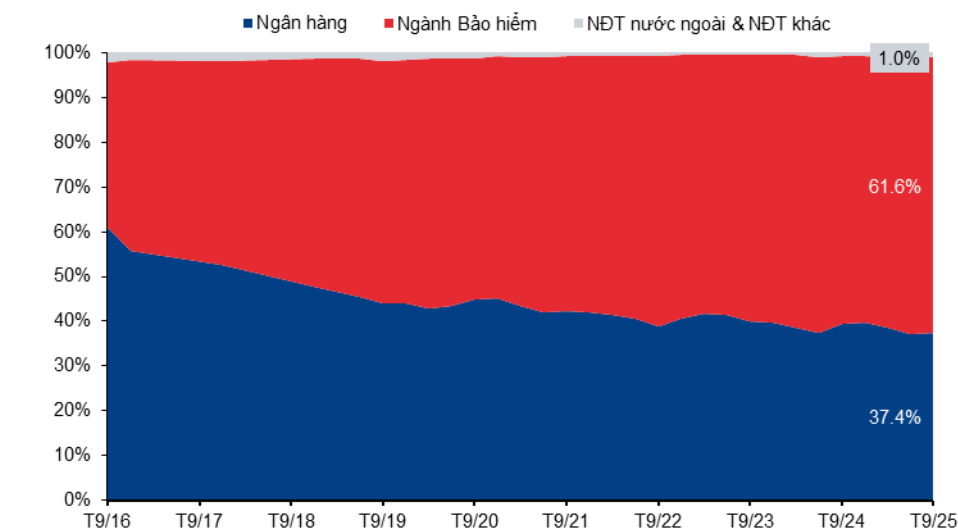
Ngoài ra, NHNN đã chủ động can thiệp vào thị trường ngoại hối thông qua các giao dịch hoán đổi USD/VND vào các ngày 4, 5 và 9/2/2026. Các giao dịch này, với tổng trị giá 4 tỷ USD, bao gồm việc mua USD giao ngay và bán kỳ hạn USD với các kỳ hạn 14 và 21 ngày. Các giao dịch swap ngoại tệ này đã tạm thời bơm thanh khoản đồng VND vào hệ thống trong khi vẫn duy trì sự ổn định của thị trường ngoại hối, từ đó giúp giảm bớt áp lực lãi suất LNH trong giai đoạn cao điểm thanh khoản, đặc biệt là khi thị trường OMO đã gần chạm tới giới hạn vận hành.

HSC cho rằng sức ép thanh khoản gần đây chủ yếu mang tính tạm thời và kỹ thuật thay vì mang tính hệ thống. Khi nhu cầu tiền mặt sau lễ sụt giảm và các dòng tiền nộp thuế dần trở lại hệ thống ngân hàng, lãi suất LNH có khả năng sẽ ổn định trong khoảng 4-6%. NHNN dự kiến sẽ tiếp tục điều hành linh hoạt qua thị trường OMO, đồng thời phối hợp chặt chẽ với các công cụ ngoại hối để kiểm soát biến động lãi suất ngắn hạn mà không gây áp lực quá mức lên tỷ giá.

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 18: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

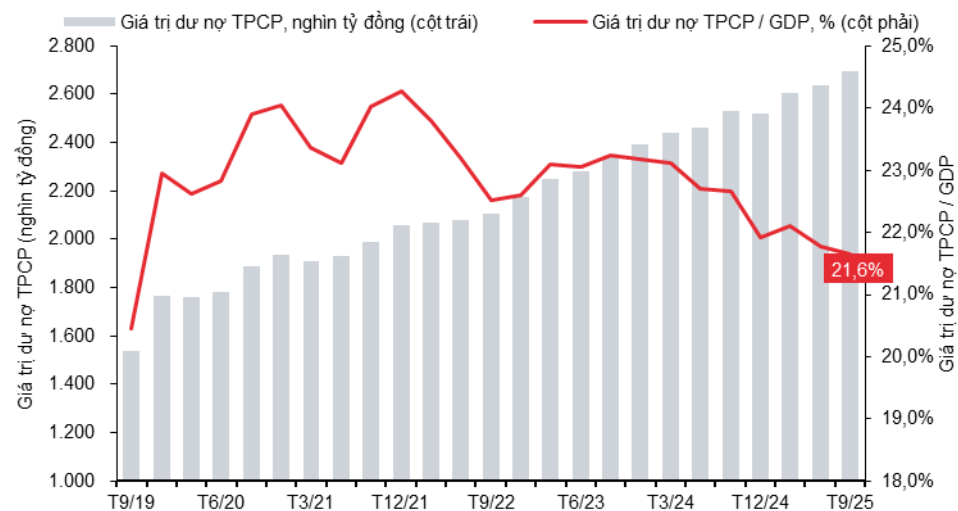
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 62% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối Q3/2025



Nguồn: ADB, HSC

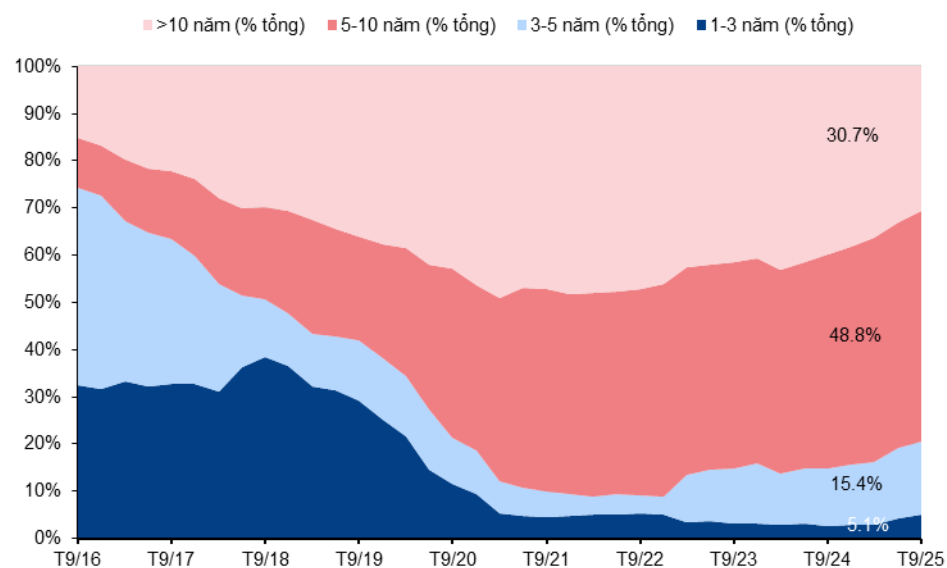
Biểu đồ 19: Quy mô thị trường TPCP

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



Nguồn: ADB, HSC

Biểu đồ 20: Giá trị TPCP đang lưu hành theo kỳ hạn



Nguồn: ADB, HSC

Bảng 21: Giá trị trái phiếu Chính phủ phát hành mới trong tháng 1

Ngày phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị chào bán (tỷ đồng)	Giá trị đấu thầu (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
1/7/2026	5	1,000	200	-	-
1/7/2026	10	10,000	4,040	1,140	4.00
1/7/2026	15	1,000	100	-	-
1/7/2026	30	500	-	-	-
1/14/2026	5	1,000	200	-	-
1/14/2026	10	10,000	6,680	1,700	4.00
1/14/2026	15	1,000	250	150	4.10
1/14/2026	30	500	-	-	-
1/21/2026	5	1,000	700	500	3.30
1/21/2026	7	500	-	-	-
1/21/2026	10	18,000	20,431	13,621	4.02
1/21/2026	15	1,000	800	500	4.12
1/21/2026	20	500	-	-	-
1/21/2026	30	500	-	-	-
1/28/2026	5	1,000	200	-	-
1/28/2026	10	12,000	10,135	8,235	4.04
1/28/2026	15	1,000	730	200	4.12
1/28/2026	30	500	-	-	-

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 22: 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	19.0	15.0	15.0
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