

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 điều chỉnh tăng mạnh hơn dự báo

- Phát hành tháng 2 tăng 18% so với cùng kỳ, đạt 34,5 nghìn tỷ đồng và tập trung hoàn toàn ở kỳ hạn 10 năm. Kể từ đầu năm, giá trị phát hành đạt 60,5 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 55% kế hoạch Q1 và 12% kế hoạch năm 2026).
- Lợi suất TPCP tăng mạnh hơn so với kỳ vọng, dẫn đầu là kỳ hạn 5 năm (tăng 29 điểm cơ bản từ cuối tháng 2 lên 4,05% vào ngày 20/3/2026). Cùng với áp lực từ nguồn cung tài khóa tăng cao, căng thẳng địa chính trị toàn cầu và sự chuyển dịch khỏi chính sách nới lỏng tiền tệ, chúng tôi nâng dự báo lợi suất lên 4,2% (kỳ hạn 5 năm) và 4,4% (kỳ hạn 10 năm) trong năm 2026 và lần lượt ở mức 4,3% và 4,5% trong năm 2027.
- Lãi suất LNH ổn định ở mức 4,6% sau khi tăng mạnh trong thời gian ngắn, mặc dù NHNN đã chuyển sang rút ròng 175 nghìn tỷ đồng trong 20 ngày đầu của tháng 3. Điều này cho thấy tình hình thanh khoản đang ổn định trở lại và những biến động gần đây chủ yếu mang tính chất kỹ thuật.

Nguồn cung tăng mạnh đáp ứng nhu cầu tập trung ở kỳ hạn 10 năm

Phát hành tháng 2 tăng 18% so với cùng kỳ đạt 34,5 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 77% kế hoạch tháng), trong đó toàn bộ tập trung vào kỳ hạn 10 năm. Kể từ đầu năm, giá trị phát hành đạt 60,5 nghìn tỷ đồng (tương đương 55% kế hoạch Q1 và 12% kế hoạch năm 2026). Với giá trị phát hành dự kiến ở mức 50 nghìn tỷ đồng trong tháng 3, thị trường đang đi đúng tiến độ để hoàn thành mục tiêu Q1, củng cố xu hướng tăng của nguồn cung trong ngắn hạn. Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục gia tăng, đạt bình quân 4,07% (tăng 100 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 26 điểm cơ bản so với tháng trước). Tuy nhiên, nhu cầu có dấu hiệu suy yếu khi tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu vẫn ở mức khiêm tốn 53% và tập trung chủ yếu vào kỳ hạn 10 năm, trong đó không ghi nhận trúng thầu ở các kỳ hạn khác. Điều này cho thấy các NĐT đang yêu cầu mức lợi suất cao hơn để hấp thụ lượng cung gia tăng.

Lợi suất TPCP điều chỉnh tăng mạnh

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp sụt giảm do các yếu tố mùa vụ, trong khi lợi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng. Lợi suất kỳ hạn 5 năm dẫn đầu đà tăng, tăng 29 điểm cơ bản từ cuối tháng 2 lên 4,05% tại thời điểm ngày 19/3/2026, trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng nhẹ thêm 8 điểm cơ bản lên 4,2%.

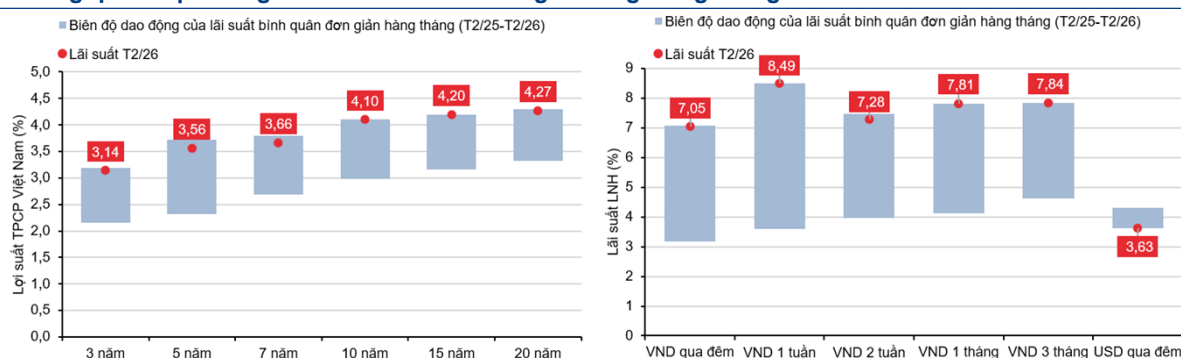
Ngoài ra, việc tiếp tục mở rộng tài khóa và sự dịch chuyển dần khỏi chính sách nới lỏng tiền tệ cho thấy giai đoạn lãi suất thấp đã kết thúc. Trong bối cảnh nguồn cung tăng mạnh, áp lực địa chính trị toàn cầu dai dẳng và xu hướng thắt chặt chính sách tiền tệ, HSC nâng dự báo lợi suất năm 2026 lên 4,2% (kỳ hạn 5 năm) và 4,4% (kỳ hạn 10 năm) (so với [dự báo trước đó lần lượt ở mức 3,5% và 4,2%](#)); và cho năm 2027 lần lượt ở mức 4,3% và 4,5%. Dự báo này tiệm cận với lãi suất điều hành 4,5%, phản ánh quá trình định giá lại mặt bằng lợi suất đang tiếp diễn.

Lãi suất LNH bình ổn bất chấp hoạt động hút ròng mạnh qua OMO

Thanh khoản LNH biến động mạnh với lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 11,2% vào đầu tháng 3 trước khi ổn định trở lại ở mức 4,6% tại thời điểm ngày 19/3/2026, cho thấy sức ép chỉ mang tính tạm thời. NHNN đã bơm ròng 97 nghìn tỷ đồng trong tháng 2 (bơm 309,2 nghìn tỷ đồng so với 212,3 nghìn tỷ đồng đảo hạn) để ổn định thị trường và chuyển sang rút ròng 175 nghìn tỷ đồng trong 20 ngày đầu tháng 3 khi giá trị đảo hạn (405,2 nghìn tỷ đồng) vượt giá trị phát hành (230,3 nghìn tỷ đồng). Kể từ đầu năm, giá trị rút ròng trên thị trường OMO đạt 166 nghìn tỷ đồng, trong khi lãi suất mua lại đảo ngược duy trì ổn định ở mức 4,5%. Dự nợ thị trường OMO giảm mạnh từ mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng xuống 243 nghìn tỷ đồng tại thời điểm ngày 20/3/2026. Nhìn chung, thanh khoản đang dần ổn định, những biến động gần đây chủ yếu mang tính kỹ thuật và không cho thấy dấu hiệu của sức ép hệ thống.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 24/3.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường TPCP và lãi suất liên ngân hàng trong tháng 2/2026



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

Lợi suất điều chỉnh tăng mạnh khi nguồn cung gia tăng

Phát hành tháng 2 tăng 18% so với cùng kỳ và hoàn thành 77% kế hoạch tháng, tập trung hoàn toàn vào kỳ hạn 10 năm. Giá trị phát hành trong 2 tháng đầu năm 2026 đạt 60,5 nghìn tỷ đồng, trong khi nhu cầu vẫn có sự chọn lọc với tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu ở mức 53%, cho thấy các NĐT đang yêu cầu mức lợi suất cao hơn. Lợi suất trên thị trường thứ cấp đã điều chỉnh tăng nhanh hơn kỳ vọng, cùng chiều với đà tăng lợi suất của TPCP Mỹ, trong khi chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ đang ở trạng thái âm. Kết hợp với nguồn cung tài khóa trong nước đang ở mức cao và sự chuyển dịch khỏi chính sách nới lỏng tiền tệ, những yếu tố này cho thấy giai đoạn lãi suất thấp đã kết thúc. Chúng tôi đã nâng dự báo lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lên lần lượt 4,2% và 4,4% cho năm 2026 và lần lượt ở mức 4,3% và 4,5% cho năm 2027. Thanh khoản LNH đã ổn định trở lại bất chấp hoạt động rút ròng mạnh qua thị trường OMO với giá trị 175 nghìn tỷ đồng trong 20 ngày đầu tháng 3. Lãi suất cho vay qua đêm ổn định quanh mức 4,6%, cho thấy những biến động gần đây chủ yếu mang tính kỹ thuật thay vì sức ép hệ thống.

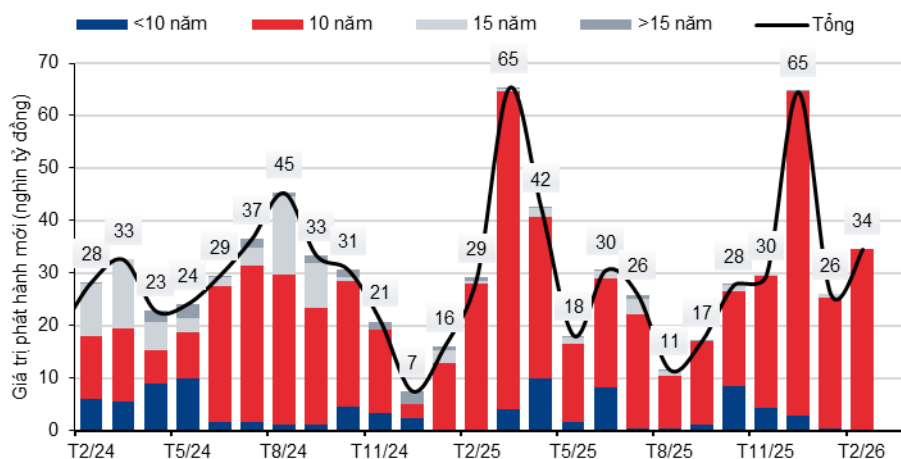
Thị trường sơ cấp

Trong tháng 2, KBNN đã phát hành thành công 34,5 nghìn tỷ đồng TPCP, tăng 18% so với cùng kỳ và tăng 32% so với tháng trước, tương đương 77% kế hoạch phát hành tháng ([45 nghìn tỷ đồng](#)). Đáng chú ý, toàn bộ giá trị phát hành tập trung vào kỳ hạn 10 năm, phản ánh sự dịch chuyển rõ rệt của cung và cầu sang kỳ hạn trung và dài hạn (Biểu đồ 2-3) (Mời xem Biểu đồ 23 phần Phụ lục).

Lũy kế 2 tháng đầu năm, tổng giá trị phát hành đạt 60,5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 55% mục tiêu Q1 (110 nghìn tỷ đồng) và 12% kế hoạch năm 2026. Dựa trên giá trị phát hành dự kiến [50 nghìn tỷ đồng](#) trong tháng 3, thị trường đang đi đúng lộ trình để hoàn thành mục tiêu Q1, củng cố xu hướng tăng của nguồn cung trong ngắn hạn (Biểu đồ 4).

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

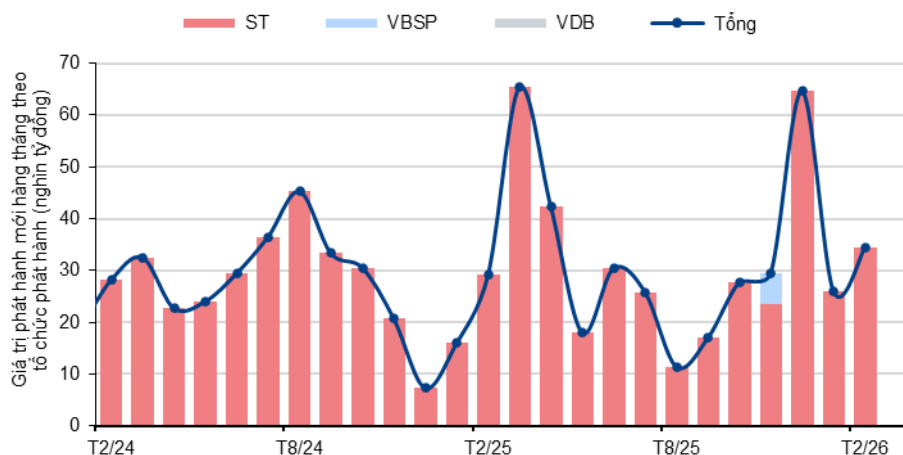
Giá trị phát hành trong tháng 2 tăng 18% so với cùng kỳ, đạt 34,5 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 77% kế hoạch tháng



Nguồn: VBMA, HSC

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

Toàn bộ lượng trái phiếu Chính phủ được phát hành bởi Kho bạc Nhà nước



Nguồn: VBMA, HSC

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

Giá trị phát hành thực tế trong 2 tháng đầu năm 2026 đã hoàn thành 55% kế hoạch Q1 và bằng 12% kế hoạch cả năm

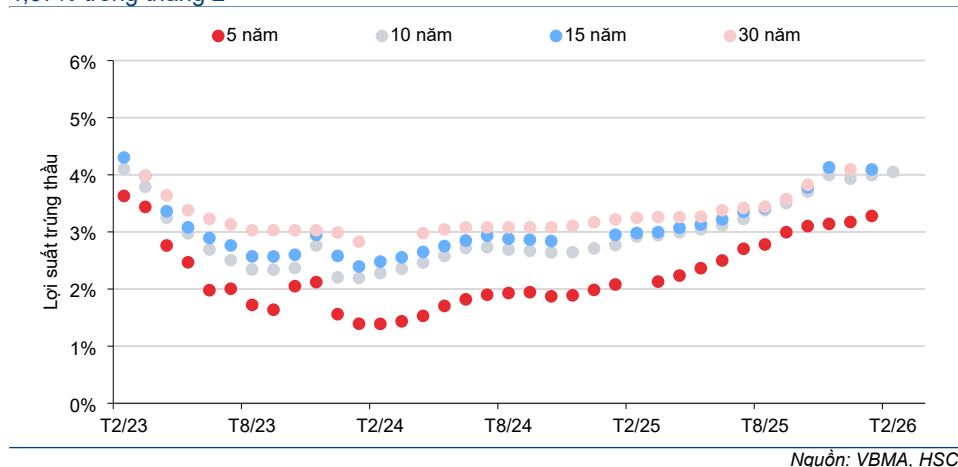
Kỳ hạn	Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T2/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q1/26	% kế hoạch 2026
3 năm		0.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		17.0	0.5	0.5	0.5	3%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		65.0	59.19	59.2	59.2	91%	
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	60.5	60.5	60.5	55%	12%

Nguồn: VBMA, HSC

Đối với lợi suất, lợi suất bình quân trên thị trường sơ cấp đã tăng lên 4,07% trong tháng 2, tăng 100 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 26 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 5). Cụ thể, lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng nhẹ 5 điểm cơ bản so với tháng trước, tiếp nối xu hướng tăng của đường cong lợi suất bắt đầu từ tháng 4/2025. Điều này phản ánh kỳ vọng về một môi trường lãi suất cao hơn, đồng thời cho thấy thị trường đang dần điều chỉnh để hấp thụ nguồn cung gia tăng trong bối cảnh chính sách tài khóa tiếp tục đóng vai trò dẫn dắt.

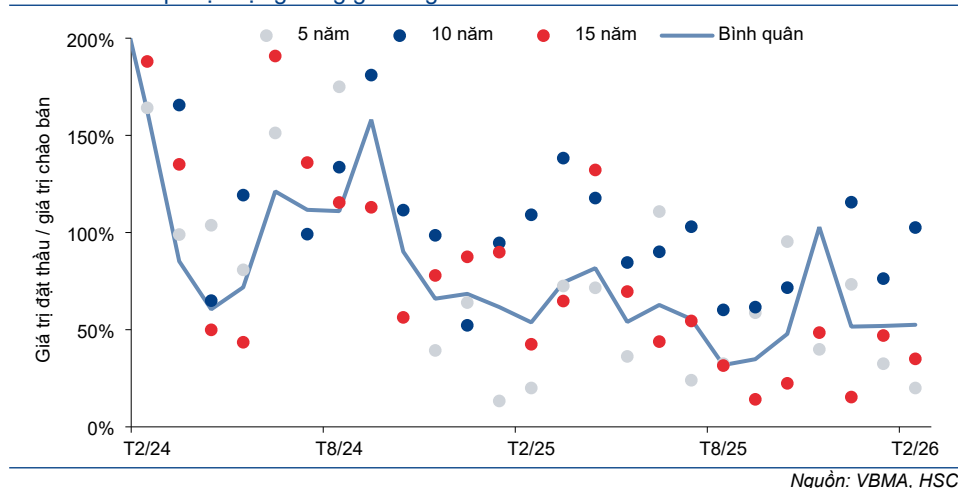
Đà tăng của lợi suất diễn ra trong bối cảnh nhu cầu trên thị trường sơ cấp có dấu hiệu suy yếu. Mặc dù tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu tăng nhẹ lên 53% từ 52% của tháng trước, nhưng kết quả này cho thấy NĐT đang kỳ vọng mức lợi suất cao hơn thay vì do nhu cầu thực tế gia tăng (Biểu đồ 6). Cơ cấu đầu thầu cho thấy sự tập trung rõ rệt vào kỳ hạn 10 năm cũng như sự quan tâm hạn chế đối với kỳ hạn 5 năm và 15 năm. Điều này được phản ánh nhất quán trong kết quả trúng thầu, khi tỷ lệ trúng thầu đạt 66% với toàn bộ giá trị trúng thầu thuộc về kỳ hạn 10 năm và không ghi nhận giao dịch thành công ở các kỳ hạn khác (Biểu đồ 7).

Biểu đồ 5: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)
Lợi suất bình quân trên thị trường sơ cấp duy trì xu hướng tăng kể từ tháng 4/2025, đạt 4,07% trong tháng 2



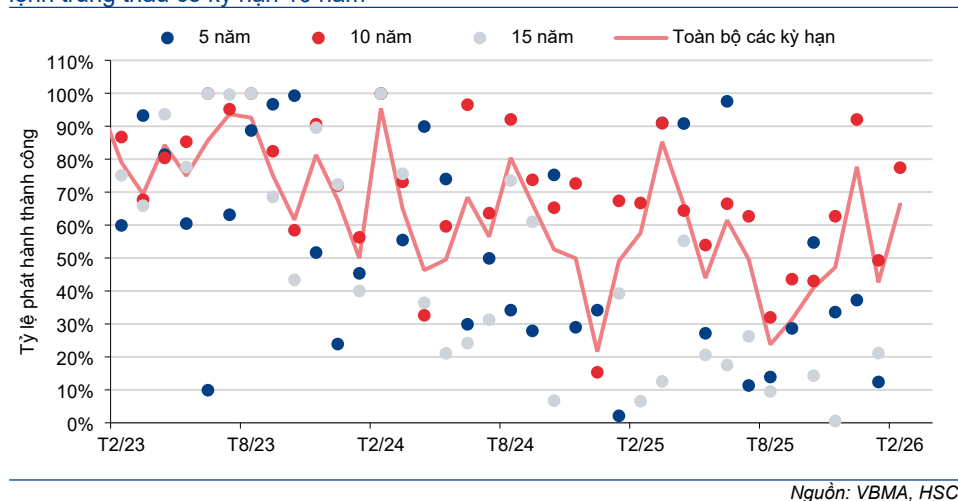
Biểu đồ 6: TPCP: Tỷ lệ đặt thầu trên khối lượng gọi thầu (bid-to-cover)

Tỷ lệ bid-to-cover đạt 53% trong tháng 2, cho thấy nhà đầu tư đang yêu cầu mức lợi suất cao hơn để hấp thụ lượng cung gia tăng



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

Tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 66%, so với mức 43% của tháng trước, với tất cả các lệnh trúng thầu có kỳ hạn 10 năm



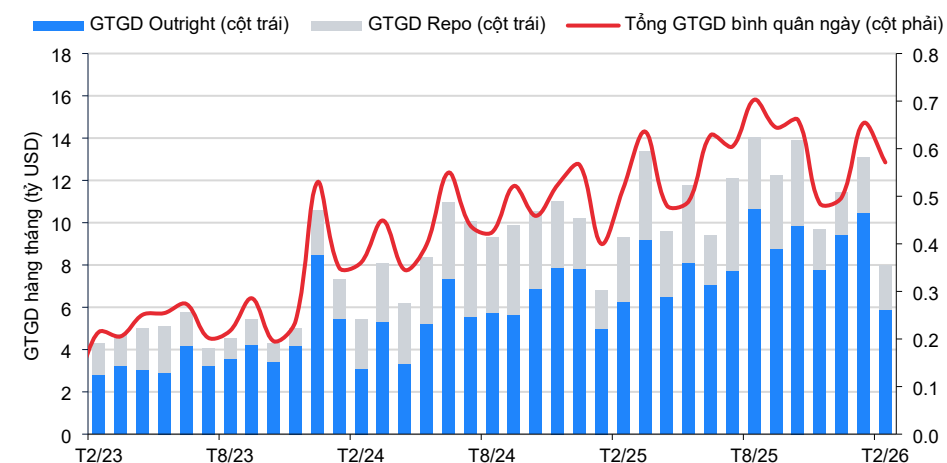
Thị trường thứ cấp

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp trong tháng 2 ghi nhận những diễn biến trái chiều. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt khoảng 570 triệu USD (tương đương 14,9 nghìn tỷ đồng), tăng 11% so với cùng kỳ nhưng giảm 13% so với tháng trước. Tính chung cả tháng, tổng giá trị giao dịch đạt 8 tỷ USD (208,3 nghìn tỷ đồng), giảm 14% so với cùng kỳ và giảm 39% so với tháng trước, chủ yếu do yếu tố mùa vụ từ kỳ nghỉ Tết Nguyên đán làm gián đoạn hoạt động giao dịch. Về cấu trúc, giao dịch outright tiếp tục chiếm ưu thế, chiếm 74% tổng giá trị (5,9 tỷ USD), trong khi giao dịch repo chiếm 26% còn lại (2,1 tỷ USD) (Biểu đồ 8).

Biến động lợi suất trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng tương đồng với thị trường sơ cấp. Lợi suất bình quân trong tháng 2 tăng lên mức 3,9%, tăng mạnh 103 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 5 điểm cơ bản so với tháng trước. Trên đường cong, lợi suất tăng từ 93-134 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 2-14 điểm cơ bản so với tháng trước, cho thấy áp lực tăng trên diện rộng. Đáng chú ý, kỳ hạn 5 năm ghi nhận sự tăng trưởng mạnh nhất (tăng 14 điểm cơ bản so với tháng trước) lên 3,75%, trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng khiêm tốn hơn (tăng 6 điểm cơ bản so với tháng trước) lên 4,12%. Điều này cho thấy hiện tượng đường cong phẳng lại ở kỳ hạn dài nhưng dốc hơn ở phần giữa, phản ánh sự điều chỉnh trong kỳ vọng chính sách tiền tệ và phần bù rủi ro tăng lên ở trung hạn (Biểu đồ 10-11).

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

GTGD bình quân ngày trên thị trường TPCP thứ cấp tăng 11% so với cùng kỳ nhưng giảm 13% so với tháng trước, chủ yếu do tác động từ các yếu tố mùa vụ có liên quan đến kỳ nghỉ Tết Nguyên đán, khiến hoạt động giao dịch bị gián đoạn



Nguồn: CEIC, HSC

Trong 3 tuần đầu tháng 3, đà tăng của lợi suất tiếp tục tăng tốc, đặc biệt ở kỳ hạn 5 năm. Cụ thể, lợi suất kỳ hạn 5 năm tăng 29 điểm cơ bản từ cuối tháng 2 lên 4,05%, mức cao nhất kể từ tháng 1/2023 và vượt đáng kể dự báo cả năm 2026 trước đó của chúng tôi (3,3%). Trong khi đó, lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng chậm hơn (tăng 8 điểm cơ bản) lên 4,2%, tiệm cận mức dự báo cả năm 2026 của chúng tôi. Sự phân hóa này cho thấy áp lực điều chỉnh đang tập trung vào phần giữa của đường cong lợi suất, vốn nhạy cảm hơn với các kỳ vọng chính sách tiền tệ trung hạn.

Trong bối cảnh toàn cầu, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tiếp tục xu hướng tăng, tăng 28 điểm cơ bản kể từ cuối tháng 2. Theo đó, chênh lệch lợi suất 10 năm Việt Nam-Mỹ đã đảo chiều sang âm 5 điểm cơ bản từ dương 15 điểm cơ bản trong tháng trước (Biểu đồ 12). [Đà tăng của lợi suất TPCP Mỹ](#) chủ yếu do rủi ro địa chính trị dai dẳng, đặc biệt là căng thẳng Mỹ-Iran, yếu tố có thể đẩy giá dầu tăng cao và làm trầm trọng thêm áp lực lạm phát, từ đó làm giảm kỳ vọng về nới lỏng tiền tệ. Số liệu từ [CME Group](#) cho thấy xác suất lãi suất điều hành của Mỹ được giữ nguyên cho đến cuối năm đã tăng mạnh lên khoảng 64% tính đến ngày 20/3/2026, tăng mạnh so với mức 4,5% một tháng trước, củng cố môi trường lãi suất toàn cầu ở mức cao trong thời gian tới.

Dựa trên các yếu tố này, sự dịch chuyển đi lên nhanh chóng của đường cong lợi suất trong nước đã thúc đẩy chúng tôi điều chỉnh dự báo lợi suất TPCP. Thứ nhất, động lực tài khóa vẫn là yếu tố chính, với giá trị phát hành TPCP dự kiến duy trì ở mức cao (ước tính 500 nghìn tỷ đồng vào năm 2026) để bù đắp thâm hụt ngân sách. Thứ hai, chu kỳ nói lỏng tiền tệ ở Việt Nam đang tiến dần đến hồi kết khi áp lực gia tăng từ lạm phát, tỷ giá, điều kiện thanh khoản và rủi ro địa chính trị làm thu hẹp dư địa duy trì lãi suất thấp. Những yếu tố này không chỉ đẩy lợi suất danh nghĩa lên cao mà còn làm tăng phần bù rủi ro, đặc biệt là ở các kỳ hạn trung hạn.

Theo đó, chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo cuối năm 2026 cho lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và kỳ hạn 10 năm lên 4,2% và 4,4% (tăng lần lượt 70 điểm cơ bản và tăng 20 điểm cơ bản so với [dự báo trước đó](#)), đồng thời nâng dự báo năm 2027 lên lần lượt 4,3% và 4,5%, tiệm cận lãi suất điều hành hiện tại (4,5%), phản ánh một môi trường lãi suất cao bền vững hơn (Biểu đồ 9).

Bảng 9: Những điều chỉnh dự báo kinh tế trong báo cáo này

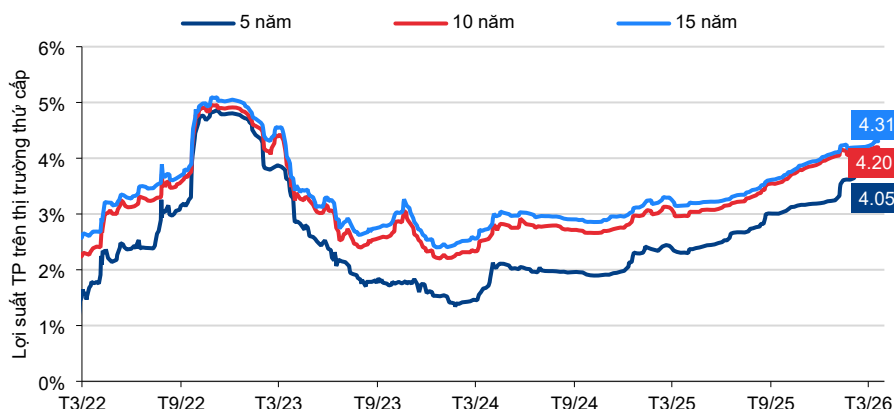
Chúng tôi nâng dự báo lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm trong năm 2026-27 trong bối cảnh lợi suất được định giá lại cao hơn dự kiến

	2026F		2027F	
	Cũ	Mới	Cũ	Mới
Lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm (%)	3.5	4.2	3.6	4.3
Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	4.2	4.4	4.3	4.5

Nguồn: HSC

Biểu đồ 10: Biến động lợi suất TPCP

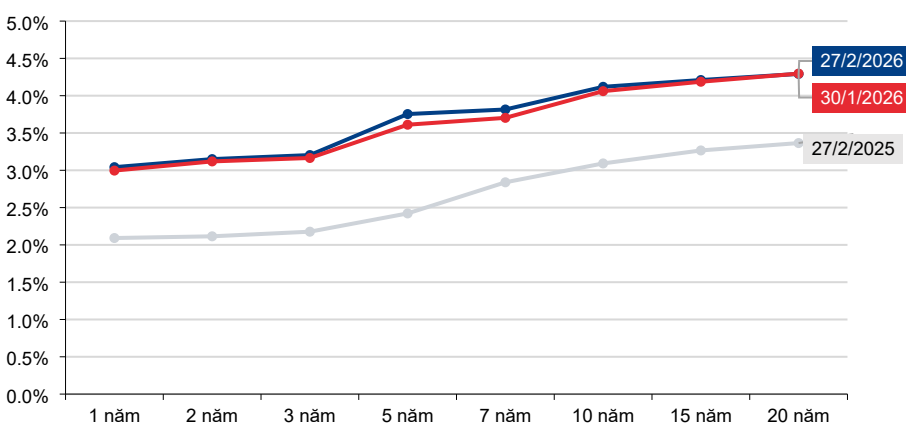
Lợi suất trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng, bám sát đà tăng của lợi suất trên thị trường sơ cấp



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/3/2026
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 11: Đường cong lợi suất TPCP

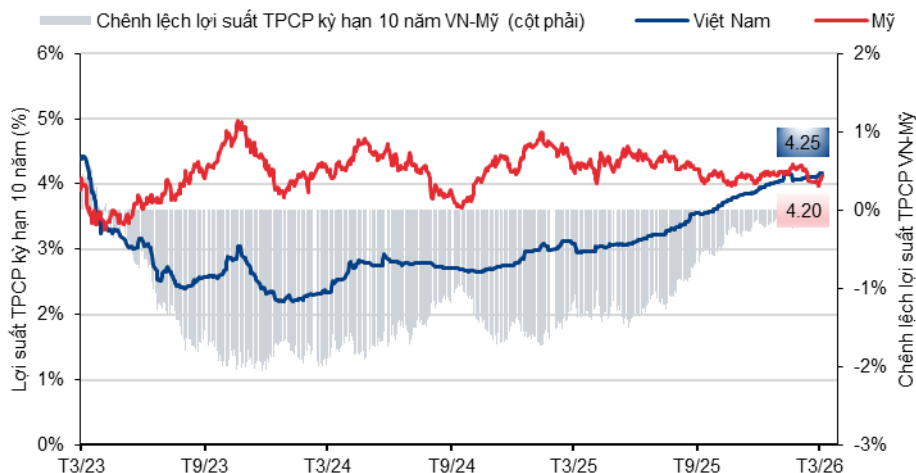
Lợi suất tăng trên toàn bộ các kỳ hạn, đặc biệt tại kỳ hạn 5 năm



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 12: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam và Mỹ

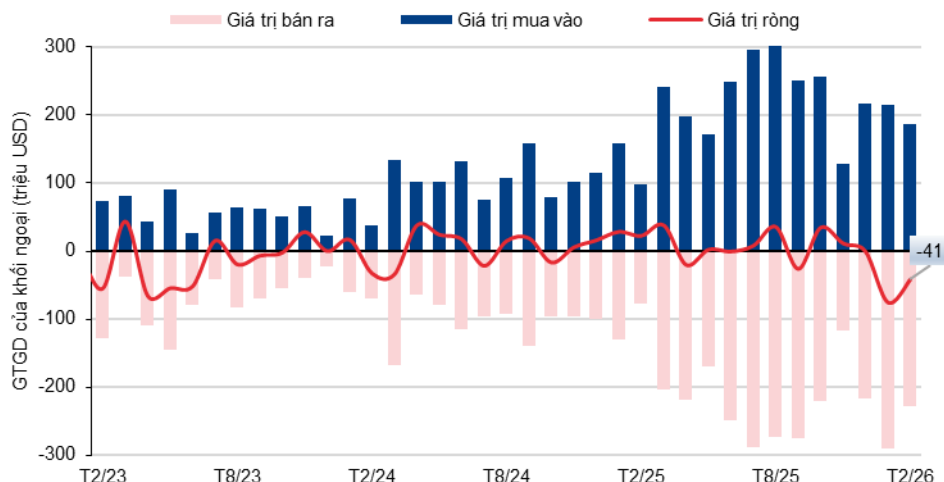
Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Mỹ - Việt Nam đảo chiều về âm 5 điểm cơ bản từ mức 15 điểm cơ bản trong tháng trước



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/3/2026
Nguồn: VBMA, CEIC, HSC

Biểu đồ 13: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên thị trường thứ cấp

Nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng trong tháng thứ ba liên tiếp, với dòng vốn rút ra trong tháng 2 đạt tổng cộng 41 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC

Cuối cùng, khối ngoại đã kéo dài xu hướng bán ròng sang tháng thứ 3 liên tiếp, với giá trị bán ròng đạt 41 triệu USD (1,1 nghìn tỷ đồng) trong tháng 2 và 116 triệu USD (3 nghìn tỷ đồng) trong 2 tháng đầu năm 2026. Điều này phản ánh tâm lý thận trọng trong bối cảnh: (i) chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ thu hẹp và đảo chiều, làm giảm sức hút tương đối của các tài sản định giá bằng VND, (ii) biến động tỷ giá gây rủi ro cho lợi nhuận thực của các NĐT nước ngoài, và (iii) môi trường lãi suất toàn cầu duy trì ở mức cao thúc đẩy dòng vốn quay trở lại các tài sản an toàn hơn tại các thị trường phát triển (Biểu đồ 13).

Thị trường LNH và thị trường OMO

Trong thị trường LNH, điều kiện thanh khoản trong tháng 2 biến động mạnh, đặc biệt là ở các kỳ hạn ngắn. Lãi suất cho vay qua đêm đã vọt lên 16,4% vào đầu tháng, chủ yếu do các yếu tố mùa vụ liên quan đến nhu cầu tiền mặt tăng cao trong dịp Tết Nguyên đán, trước khi nhanh chóng hạ nhiệt về mức 4,7% vào cuối tháng. Diễn biến này nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi rằng lãi suất cho vay qua đêm sẽ

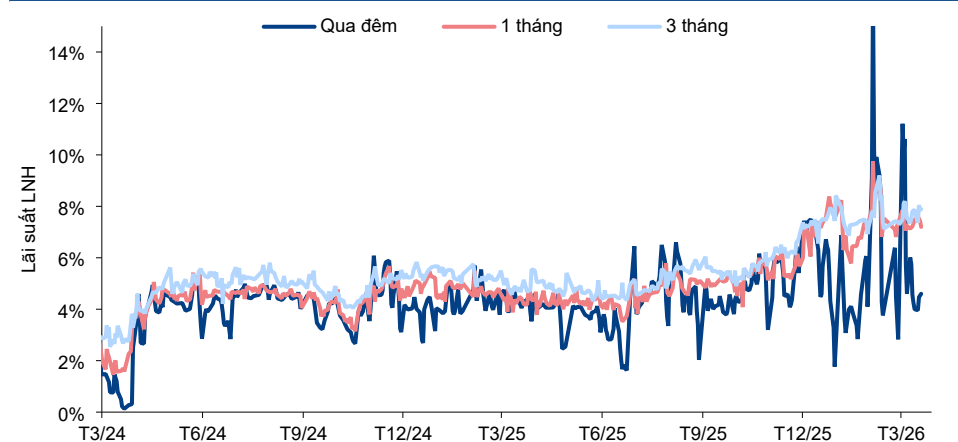
ổn định trong khoảng 4-6% sau khi các áp lực ngắn hạn biến mất (Biểu đồ 14) (Mời xem: [Thị trường tiền tệ: Cú sốc thanh khoản sau Tết hạ nhiệt](#), HSC, 4/3/2026).

Giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng 2 tăng mạnh 89% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước, đạt 34 tỷ USD (888 nghìn tỷ đồng), trong đó các giao dịch cho vay qua đêm chiếm 86% tổng giá trị giao dịch (Biểu đồ 13). Lãi suất VND-USD qua đêm giảm xuống 98 điểm cơ bản từ 109 điểm cơ bản tại thời điểm cuối tháng 2 (Biểu đồ 15-16).

Bước sang đầu tháng 3, lãi suất cho vay qua đêm lại tăng mạnh lên 11,2% nhưng sau đó đã giảm về khoảng 4,6% tại thời điểm ngày 19/3/2026. Mô hình này cho thấy các áp lực thanh khoản phần lớn mang tính thời điểm, phản ánh sự mất cân bằng tạm thời giữa cung và cầu vốn ngắn hạn chứ không phải là dấu hiệu của sự suy yếu hệ thống nào.

Biểu đồ 14: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

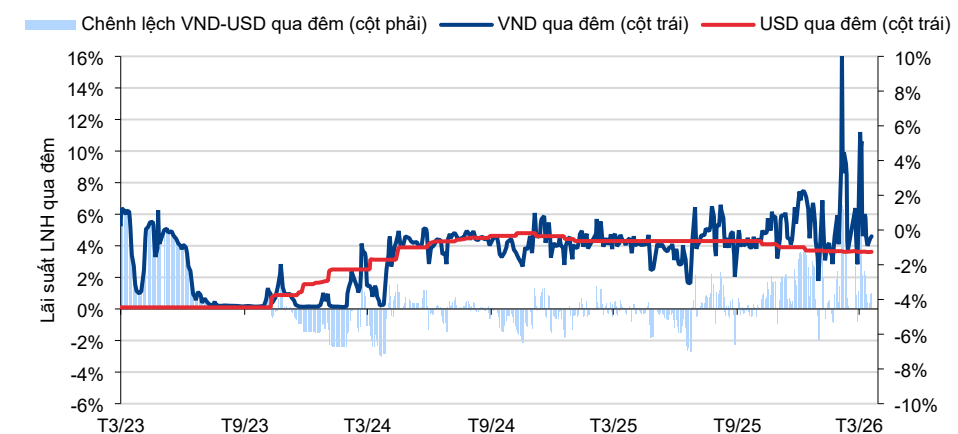
Lãi suất liên ngân hàng qua đêm ổn định ở mức 4,6% vào ngày 19/3, bất chấp việc Ngân hàng Nhà nước rút ròng tín phiếu OMO



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 19/3/2026
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Biểu đồ 15: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

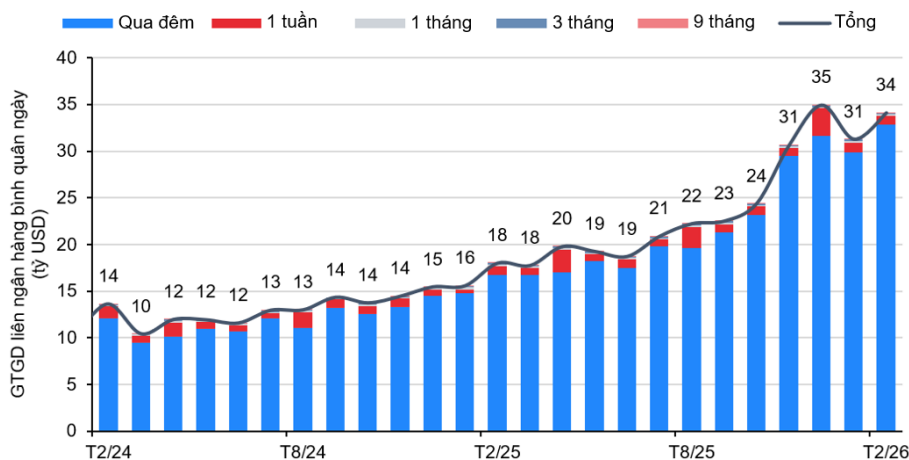
Chênh lệch lãi suất VND-USD qua đêm duy trì ở mức dương 98 điểm cơ bản so với mức 109 điểm cơ bản cuối tháng 2



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 16: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

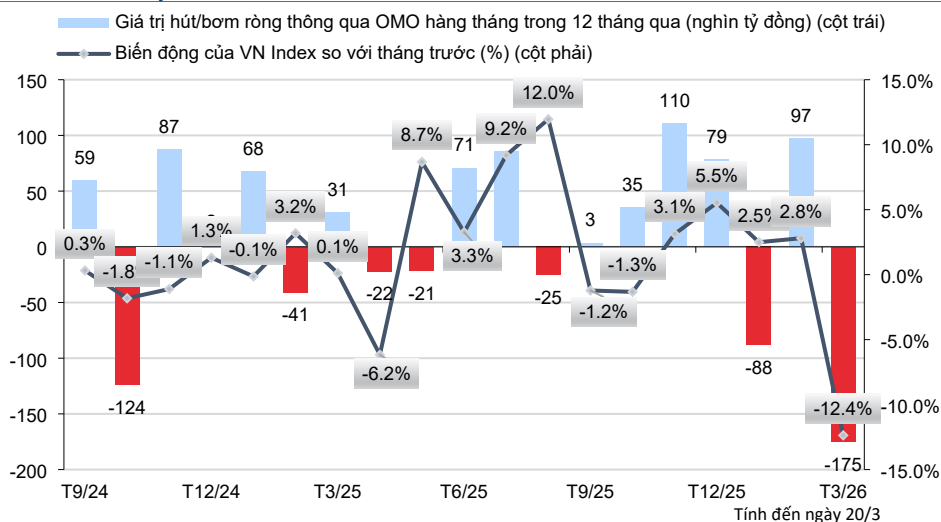
Thanh khoản LNH bình quân ngày trong tháng 2 tăng mạnh 89% so với cùng kỳ và tăng 9% so với tháng trước, đạt 34 tỷ USD



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 17: Giá trị hút/bơm ròng qua OMO hàng tháng trong 12 tháng qua

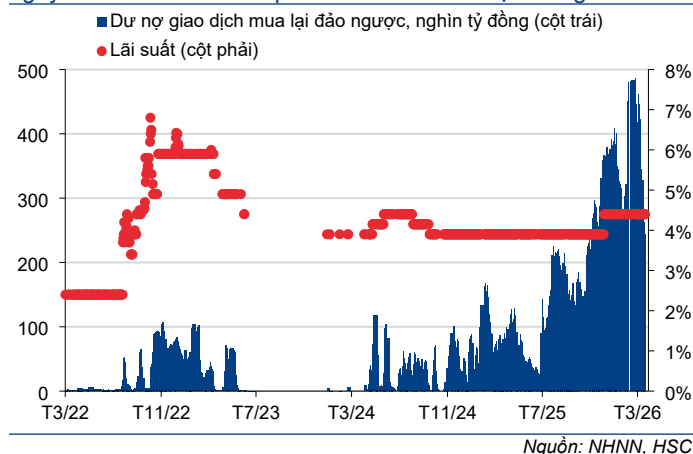
Nhân hàng Nhà nước rút ròng 175 nghìn tỷ đồng trong 20 ngày đầu tháng 3 trong bối cảnh thanh khoản duy trì ổn định



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/3/2026
Nguồn: NHNN, HSC

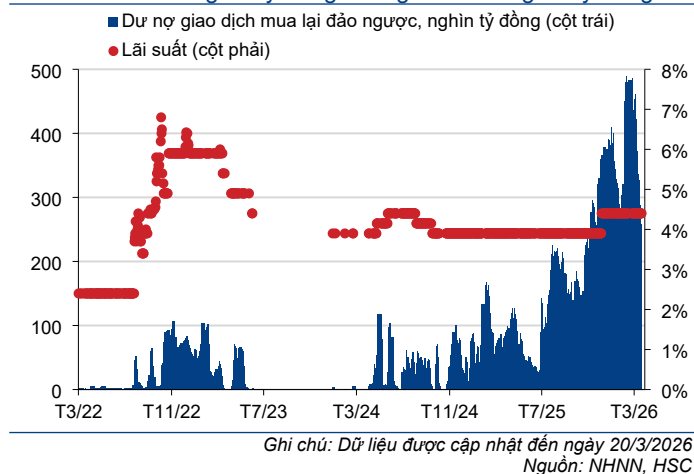
Biểu đồ 18: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

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



Biểu đồ 19: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

Tính đến ngày 20/3, giá trị dư nợ giao dịch Repo đã giảm mạnh từ mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng xuống còn 243 nghìn tỷ đồng



Trên thị trường OMO, NHNN tiếp tục đóng vai trò chủ động trong việc điều tiết thanh khoản. Trong tháng 2, NHTW đã bơm ròng gần 97 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trên thị trường OMO. Cụ thể, bơm ròng repo đảo ngược đạt 309,2 nghìn tỷ đồng, trong khi giá trị đáo hạn là 212,3 nghìn tỷ đồng. Việc duy trì vị thế bơm ròng trong tháng là công cụ quan trọng giúp ổn định lãi suất sau đợt thắt chặt đầu tháng (Biểu đồ 17-19).

Tuy nhiên, trong 20 ngày đầu tháng 3, định hướng điều hành đã có sự thay đổi đáng kể. Mặc dù NHNN tiếp tục cung ứng thanh khoản với tổng giá trị 230,3 nghìn tỷ đồng, tập trung chủ yếu vào đầu tháng 3 khi lãi suất liên ngân hàng ở mức cao, nhưng giá trị đáo hạn đã tăng lên 405,2 nghìn tỷ đồng, tương đương rút ròng khoảng 175 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 17). Đáng chú ý, lãi suất LNH vẫn giảm về mức ổn định bất chấp hoạt động rút ròng OMO, cho thấy thanh khoản hệ thống đã cải thiện đáng kể và giảm bớt sự phụ thuộc vào sự hỗ trợ của NHTW.

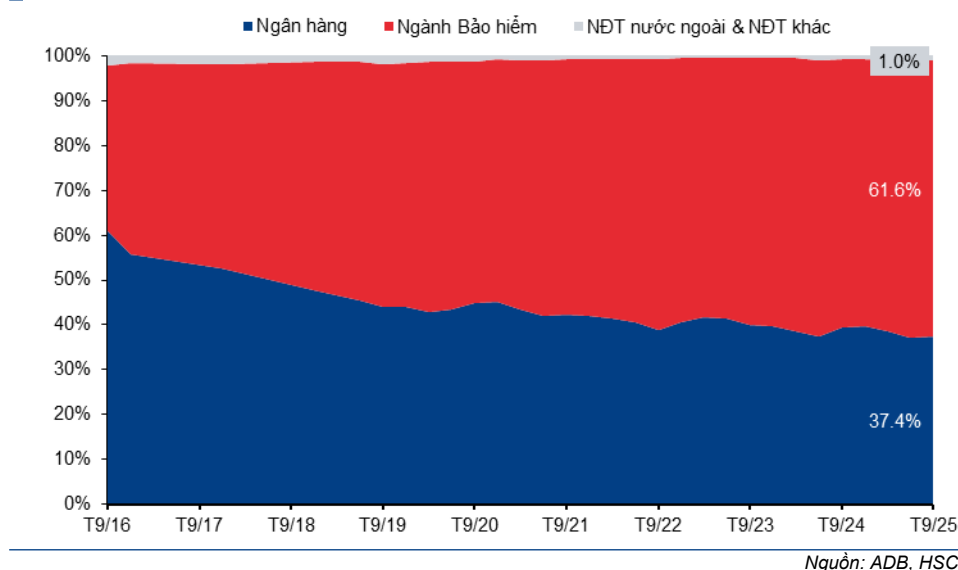
Lũy kế kể từ đầu năm, NHNN đã bơm ròng 694,2 nghìn tỷ đồng thông qua hợp đồng mua lại đảo ngược trong khi tổng giá trị đáo hạn đạt 860,3 nghìn tỷ đồng, tương đương rút ròng khoảng 166,1 nghìn tỷ đồng. Bất chấp quy mô hoạt động lớn, lãi suất mua lại đảo ngược vẫn giữ nguyên ở mức 4,5% kể từ đầu tháng 12/2025, với kỳ hạn linh hoạt từ 7 đến 56 ngày. Trong khi đó, hoạt động phát hành tín phiếu vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025, cho thấy sự ưu tiên của cơ quan điều hành đối với các công cụ linh hoạt hơn trong việc kiểm soát thanh khoản ngắn hạn.

Từ đó, số dư trên thị trường OMO đã giảm mạnh xuống 243 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 20/3/2026, sau khi đạt mức cao kỷ lục 486 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 2. Diễn biến này phản ánh quá trình bình ổn thanh khoản hệ thống sau mức đạt đỉnh do yếu tố mùa vụ, củng cố quan điểm của chúng tôi rằng những biến động gần đây của lãi suất LNH chủ yếu mang tính kỹ thuật và ngắn hạn, thay vì phản ánh các rủi ro cấu trúc trong hệ thống ngân hàng.

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

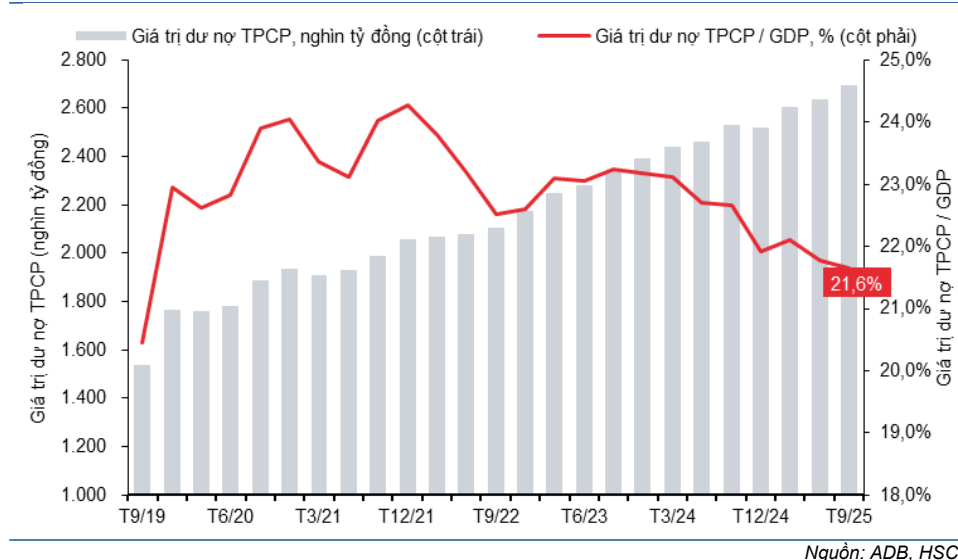
Biểu đồ 20: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

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

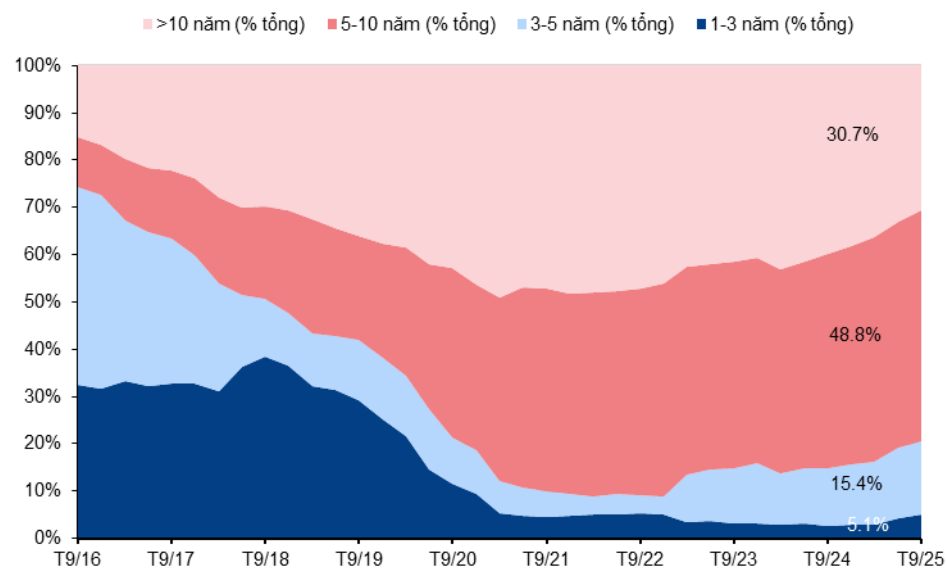


Biểu đồ 21: Quy mô thị trường TPCP

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



Biểu đồ 22: Giá trị TPCP đang lưu hành theo kỳ hạn



Nguồn: ADB, HSC

Bảng 23: Giá trị trái phiếu Chính phủ phát hành mới trong tháng 2/2026

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)
2/4/2026	5	1,000	200	-	-
2/4/2026	10	12,000	9,495	5,495	4.05
2/4/2026	15	1,000	500	-	4.50
2/4/2026	30	500	-	-	-
2/11/2026	5	1,000	200	-	-
2/11/2026	10	13,000	13,950	11,000	4.07
2/11/2026	15	1,000	150	-	-
2/11/2026	30	500	-	-	-
2/25/2026	5	1,000	200	-	-
2/25/2026	10	19,500	23,650	18,000	4.09
2/25/2026	15	1,000	400	-	-
2/25/2026	30	500	-	-	-

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 24: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023	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	2.55	8.54	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	2.85	3.47	3.60	4.23	5.02
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106	115	124	125	133	136	145	149	154
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	2.22	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	4.3	4.0
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	4.6	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	13.8	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	23,586	26,770
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	13.5	13.5
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	4.2	4.3
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	4.0	4.4	4.5
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