

Rủi ro tiềm ẩn đằng sau sự phục hồi của thị trường TPDN trong Q1/2026

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

- Giá trị TPDN đang lưu hành (1.524 nghìn tỷ đồng) tiếp tục đi ngang so với quý trước trong Q1/2026 nhưng tăng 15% so với cùng kỳ, dẫn đầu là ngành Ngân hàng (48%) và BDS (28%).
- Phát hành Q1 hồi phục lên 39,6 nghìn tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ nhưng giảm 80% so với mức nền cao quý trước) chủ yếu nhờ ngành BDS (61%) trong khi tỷ trọng ngành Ngân hàng giảm xuống 28%. Chi phí phát hành duy trì ở mức cao 8,4% trong tháng 3/2026 (tăng 78 điểm cơ bản so với cùng kỳ và thấp hơn so với dự báo cả năm 2026 của chúng tôi ở mức 8,7%), cùng với tỷ trọng trái phiếu lãi suất thả nổi gia tăng, cho thấy độ nhạy với lãi suất vẫn ở mức cao.
- Áp lực tái cấp vốn đang âm thầm gia tăng khi 189 nghìn tỷ đồng trái phiếu sẽ đáo hạn trong những quý còn lại của năm 2026, khiến rủi ro bị trì hoãn thay vì được xử lý.
- Thanh khoản thị trường thứ cấp cải thiện với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 20% so với cùng kỳ (giảm 4% so với quý trước) trong Q1/2026, mặc dù hoạt động vẫn tập trung vào trái phiếu liên quan tới BDS.

Hoạt động phát hành hồi phục trong Q1/2026 nhờ ngành BDS khởi sắc

Phát hành TPDN đã phục hồi lên 31 nghìn tỷ đồng trong tháng 3, nâng tổng giá trị phát hành Q1 lên 39,6 nghìn tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ nhưng giảm 80% so với mức nền cao quý trước). Động lực hồi phục dẫn đầu là lĩnh vực BDS (chiếm 61% tổng giá trị phát hành Q1), trong khi thị phần ngành Ngân hàng giảm xuống 28%, phản ánh sự thay đổi về động lực thị trường.

Lợi suất phát hành bình quân đạt 8,4% trong tháng 3 (tăng 78 điểm cơ bản so với cùng kỳ, thấp hơn dự báo năm 2026 của chúng tôi ở mức 8,7%), trong đó lãi suất cơ bản vẫn có xu hướng tăng mặc dù giảm nhẹ về mặt kỹ thuật (giảm 77 điểm cơ bản so với tháng trước). Đáng chú ý, lợi suất trái phiếu ngành Ngân hàng tăng lên 8,6% trong tháng 3 do đợt phát hành trái phiếu lãi suất thả nổi từ HDB (Mua vào, giá mục tiêu 33.000đ) và LPB (Bán ra, giá mục tiêu 25.700đ), trong đó lãi suất thả nổi dựa trên lãi suất tiền gửi bình quân 12 tháng tại các ngân hàng quốc doanh cộng biên độ 2,5-2,9 điểm phần trăm. Trong khi đó, tỷ trọng trái phiếu lãi suất thả nổi đã tăng mạnh lên 62% tổng giá trị phát hành Q1 (từ 39% trong Q4/2025), cho thấy sự nhạy cảm ngày càng tăng đối với biến động lãi suất. Áp lực toàn cầu, đặc biệt là căng thẳng Mỹ-Iran đẩy giá năng lượng tăng cao, đang làm gia tăng rủi ro lạm phát và lãi suất. Mặc dù chính sách trong nước đã có xu hướng hỗ trợ hơn, chúng tôi cho rằng chi chúng tôi kỳ vọng chi phí vốn vẫn duy trì ở mức cao, khiến quá trình phục hồi phát hành diễn ra từ từ và mang tính chọn lọc.

Áp lực tái cấp vốn gia tăng khi hoạt động mua lại trái phiếu còn yếu

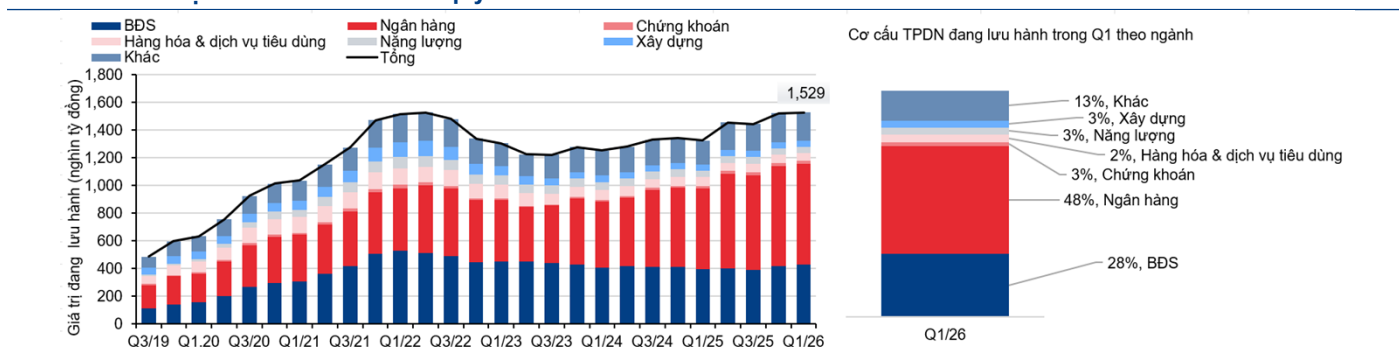
Trong tháng 3, giá trị mua lại trái phiếu đã phục hồi lên 7,7 nghìn tỷ đồng (giảm 23% so với cùng kỳ), dẫn đầu là ngành BDS (75%), nhưng vẫn ở mức thấp trong cả quý là 11,2 nghìn tỷ đồng (giảm 59% so với cùng kỳ và giảm 86% so với quý trước), tương đương 29% phát hành mới. Ngược lại, trái phiếu đáo hạn tăng 38% so với cùng kỳ lên 15,1 nghìn tỷ đồng trong tháng 3. Thời gian tới, khoảng 189 nghìn tỷ đồng trái phiếu sẽ đáo hạn trong 3 quý cuối năm (tăng 35% so với cùng kỳ), tập trung vào ngành BDS (42%) và dồn vào cuối năm. Áp lực ngắn hạn cũng đáng chú ý, khi riêng VIC (Bán ra, giá mục tiêu 62.500đ) và VHM (Nắm giữ, giá mục tiêu 123.300đ) sẽ đối mặt với 16,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn trong 3 tháng tới.

Rủi ro hạ nhiệt nhưng chỉ mang tính trị hoãn

Giá trị trái phiếu có vấn đề giảm 80% so với cùng kỳ xuống 2,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 3, tương đương đạt 6,8 nghìn tỷ đồng trong Q1, mức thấp nhất kể từ cuối năm 2022. Tỷ lệ trái phiếu mất khả năng thanh toán mới giảm (ở mức khoảng 1% trong Q1), trong đó trái phiếu tái cấu trúc chiếm ưu thế (88%). Rủi ro tín dụng vẫn tập trung ở lĩnh vực BDS và năng lượng, trong đó trái phiếu có vấn đề tương đương 16,3% tổng dư nợ toàn thị trường. Tuy nhiên, rủi ro phần lớn đã được trị hoãn, trong đó 75 nghìn tỷ đồng trái phiếu đã được gia hạn từ năm 2024 sẽ đáo hạn trở lại vào năm 2026.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/4.

Biểu đồ 1: Giá trị TPDN lưu hành theo quý



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/4/2026.
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

TPDN Q1/2026: Phục hồi có chọn lọc trong bối cảnh chi phí huy động gia tăng

Tổng giá trị TPDN đang lưu hành (1.524 nghìn tỷ đồng) gần như đi ngang so với quý trước trong Q1/2026 nhưng tăng 15% so với cùng kỳ, trong khi giá trị phát hành phục hồi mạnh trong tháng 3 lên 31 nghìn tỷ đồng, nâng tổng phát hành Q1 lên 39,6 nghìn tỷ đồng (tăng 57% so với cùng kỳ), dẫn đầu là ngành BĐS (61%). Chi phí huy động vẫn ở mức cao với lợi suất ở mức 8,4% (tăng 78 điểm cơ bản so với cùng kỳ) trong khi tỷ trọng trái phiếu lãi suất thả nổi tăng lên 62%, phản ánh môi trường lãi suất biến động hơn. Thanh khoản thị trường thứ cấp cải thiện 20% so với cùng kỳ nhưng vẫn tập trung vào trái phiếu BĐS lợi suất cao. Trong khi đó, giá trị mua lại trái phiếu vẫn ở mức thấp, trong khi trái phiếu đáo hạn tăng mạnh trong tháng 3 và ước tính đạt 189 nghìn tỷ đồng trong những quý còn lại trong năm 2026, cho thấy nhu cầu tái cấp vốn ngày càng lớn. Mặc dù quy mô trái phiếu có vấn đề giảm xuống, rủi ro vẫn chủ yếu được tri hoãn, với khoảng 75 nghìn tỷ đồng trái phiếu đã gia hạn sẽ đáo hạn trở lại trong năm nay, hàm ý quá trình phục hồi sẽ diễn ra dần dần và mang tính chọn lọc.

Thị trường TPDN ổn định trở lại trong Q1/2026

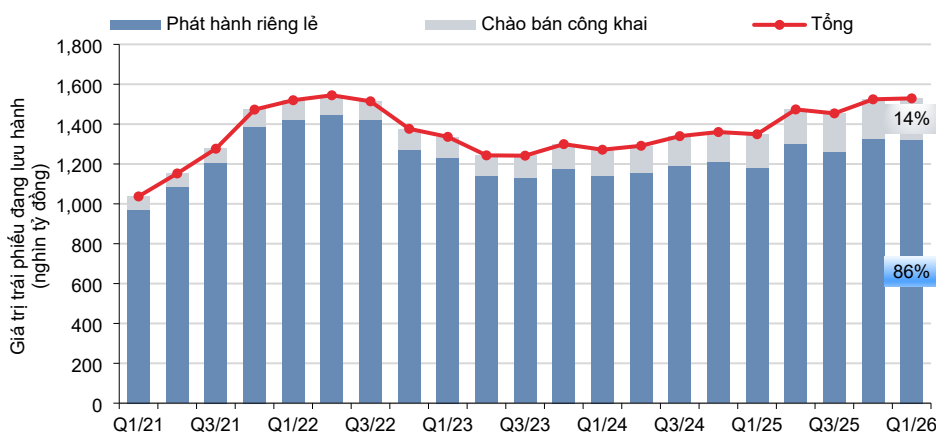
Tính đến cuối Q1/2026, giá trị TPDN đang lưu hành đạt khoảng 1.524 nghìn tỷ đồng, tăng 15% so với cùng kỳ và gần như đi ngang so với quý trước.

Cơ cấu theo ngành, ngành Ngân hàng tiếp tục chiếm ưu thế với gần 48% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, phản ánh nhu cầu bền vững về nguồn vốn dài hạn và những nỗ lực không ngừng nhằm tăng cường vốn cấp 2. Ngành BĐS đứng thứ hai với khoảng 28% (Biểu đồ 1).

Về cấu trúc phát hành, trái phiếu phát hành riêng lẻ vẫn chiếm áp đảo với 86% tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành, trong khi phát hành đại chúng chiếm 14% còn lại. Điều này cho thấy thị trường tiếp tục phụ thuộc vào phát hành riêng lẻ, đồng thời cho thấy tiềm năng đáng kể để mở rộng kênh phát hành đại chúng trong trung và dài hạn, đặc biệt khi các yêu cầu về tiêu chuẩn và minh bạch thị trường tiếp tục được tăng cường (Biểu đồ 2).

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

Các đợt phát hành riêng lẻ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn (86%), cho thấy doanh nghiệp vẫn tiếp tục phụ thuộc vào kênh phát hành riêng lẻ



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/4/2026.
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

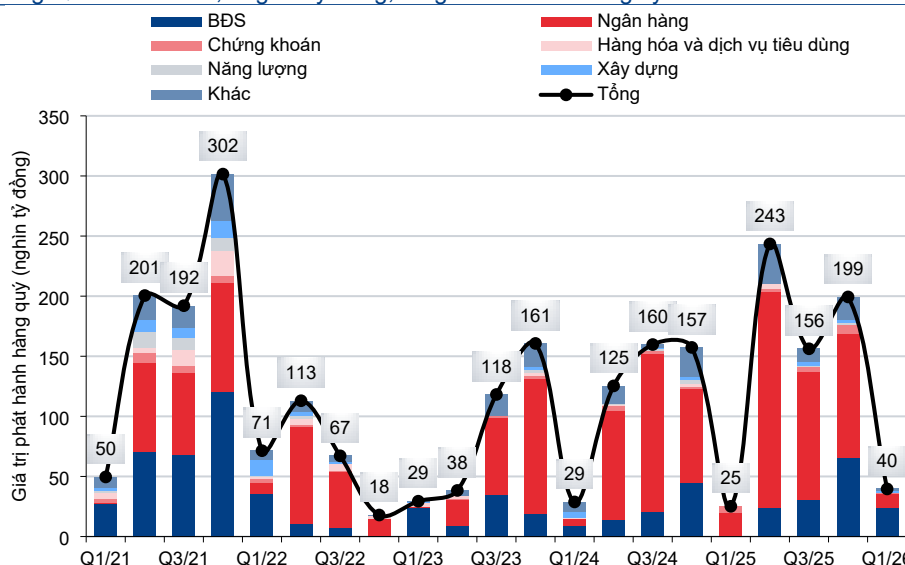
Hoạt động phát hành hồi phục trong Q1/2026 nhờ ngành BĐS khởi sắc

Trong tháng 3, phát hành sơ cấp trên thị trường TPDN đã phục hồi đáng kể, sau giai đoạn trầm lắng mang tính mùa vụ trong 2 tháng đầu năm, phần nào chịu ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết Nguyên đán. Tổng giá trị phát hành mới đạt 31 nghìn tỷ đồng, mức cao kỷ lục trong tháng 3, cho thấy “cửa sổ huy động vốn” đang dần mở lại.

Đáng chú ý, động lực phục hồi được dẫn dắt bởi lĩnh vực BĐS, chiếm 77% tổng giá trị phát hành, hoàn toàn thống qua phát hành riêng lẻ. Ngược lại, khối Ngân hàng chỉ chiếm khoảng 18% giá trị phát hành, tất cả đều thông qua phát hành đại chúng, cho thấy sự khác biệt rõ rệt về chiến lược huy động vốn và khả năng tiếp cận thị trường của 2 ngành này.

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

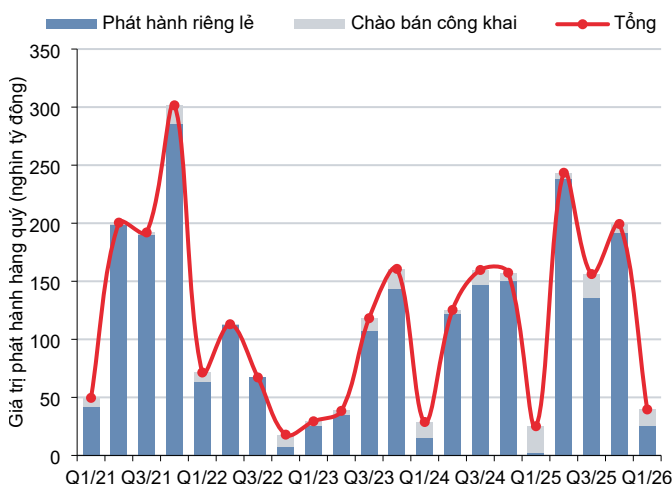
Giá trị phát hành trong tháng 3 đạt 31 nghìn tỷ đồng, qua đó đưa tổng giá trị phát hành trong Q1/2026 lên 39,6 nghìn tỷ đồng, tăng 57% so với cùng kỳ



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 8/4/2026
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Biểu đồ 4: Giá trị trái phiếu phát hành hàng quý theo hình thức phát hành

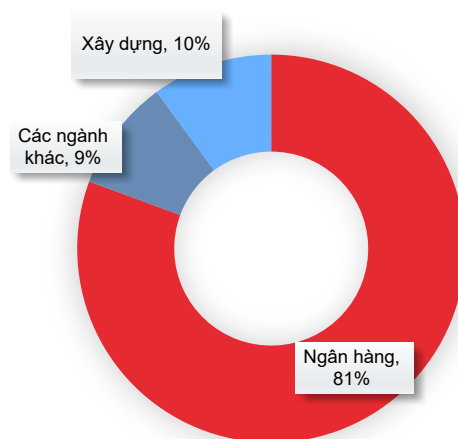
Trái phiếu phát hành ra công chúng chiếm 35% tổng giá trị phát hành trong Q1, giảm 40% so với cùng kỳ



Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ công HNX và VBMA vào ngày 8/4/2026
Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Biểu đồ 5: Cơ cấu trái phiếu chào bán công khai theo ngành

Khối ngân hàng tiếp tục dẫn dắt hoạt động phát hành công chúng, trong khi khối doanh nghiệp ngoài ngân hàng đang dần quay trở lại



Nguồn: HNX, HSC

Trong Q1/2026, phát hành TPDN đạt 39,6 nghìn tỷ đồng, tăng mạnh 57% so với cùng kỳ nhưng giảm mạnh 80% so với quý trước, chủ yếu do yếu tố mùa vụ và mức nền cao trong Q4/2025, khi các doanh nghiệp đẩy mạnh phát hành để tái cấp vốn cho các nghĩa vụ đáo hạn. Quan trọng hơn là cơ cấu thị trường đã thay đổi đáng kể: Các doanh nghiệp phát triển BĐS đóng góp 61% tổng giá trị phát hành, tăng từ mức gần như không phát hành cùng kỳ năm ngoái, cho thấy những tín hiệu phục hồi ban đầu

trong hoạt động phát hành của lĩnh vực này, dù vẫn mang tính chọn lọc cao. Trong khi đó, tỷ trọng ngành Ngân hàng giảm xuống 28% từ 76% trong Q1/2025, với giá trị phát hành cũng giảm 42% so với cùng kỳ (Biểu đồ 3).

Phát hành đại chúng chiếm khoảng 35% tổng giá trị phát hành, giảm 40% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, thị trường đã bắt đầu ghi nhận sự quay trở lại của các doanh nghiệp ngoài ngành Ngân hàng như Nông nghiệp, Dịch vụ Tài chính và Xây dựng. Thị trường thu hút các tổ chức phát hành từ nhiều lĩnh vực là động thái tích cực giúp đa dạng hóa nguồn cung và củng cố niềm tin của NĐT (Biểu đồ 4-5).

Cơ cấu theo ngành, phát hành ngành BDS đã tăng mạnh trong tháng 3 đạt 23,8 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất kể từ tháng 10/2025, phục hồi mạnh mẽ từ tình trạng gần như đóng băng trong tháng trước. Thương vụ lớn nhất đến từ [Marina Center](#) (Chưa niêm yết), một công ty con của Tân Liên Phát Tân Cảng (đối tác chiến lược của Tập đoàn Masterise), với giá trị phát hành 10,2 nghìn tỷ đồng, kỳ hạn 10 năm và coupon hỗn hợp bắt đầu từ 4% trong năm đầu tiên. Nguồn vốn được cho là liên quan đến việc mua lại dự án Saigon Marina IFC tại Ba Son, TP. Hồ Chí Minh. Trái phiếu này được [Saigon Ratings](#) xếp hạng vnBBB+ vào tháng 9/2025.

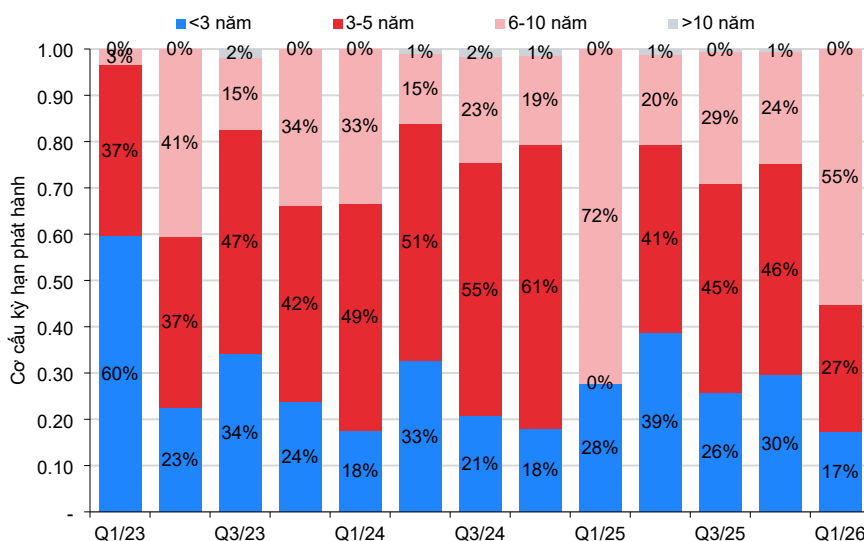
Tiếp theo là thương vụ phát hành 8 nghìn tỷ đồng từ [T&T New Era](#) (Chưa niêm yết) (cũng liên quan đến Tập đoàn Masterise), kỳ hạn 4 năm và lãi suất cố định 10,5%/năm. Ngoài ra, [Công ty TNHH Phát triển Bất động sản Phát Đạt](#) (Chưa niêm yết) đã phát hành 2 lô trái phiếu với tổng giá trị 5,6 nghìn tỷ đồng, kỳ hạn 1-2 năm và lãi suất 11%/năm. Các tổ chức phát hành này được xếp hạng vnBB+ vào năm ngoái, cho thấy rủi ro tín dụng tương đối cao trong phân khúc trung cấp.

Trong ngành Ngân hàng, phát hành trái phiếu tháng 3 tập trung hoàn toàn vào phát hành đại chúng, dẫn đầu là LPB và HDB. [HDB](#) đã phát hành thành công gần 4,7 nghìn tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 7-8 năm với lãi suất thả nổi 8,4-8,6%. [LPB](#) huy động được hơn 1 nghìn tỷ đồng với kỳ hạn 7-10 năm và lãi suất thả nổi 8,4-8,8%. Việc ưu tiên kỳ hạn dài và lãi suất thả nổi cho thấy các ngân hàng chủ yếu nhắm đến việc tăng cường vốn cấp 2, đồng thời phản ánh kỳ vọng rằng lãi suất có thể duy trì ở mức cao trong trung hạn.

Trên thị trường quốc tế, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước đã tiếp nhận đơn đăng ký của [VIC](#) vào ngày 12/3/2026 để phát hành trái phiếu quốc tế Vienna MTF. Quy mô dự kiến tối đa 350 triệu USD, với kỳ hạn 5 năm và lãi suất tối đa là 5,75%. Đáng chú ý, trái phiếu đi kèm quyền lựa chọn nhận cổ phiếu Vinpearl, cho thấy cấu trúc tài chính linh hoạt được xây dựng để tăng sức hấp dẫn đối với các nhà đầu tư quốc tế. Giao dịch dự kiến sẽ hoàn tất vào Q2/2026.

Biểu đồ 6: Cơ cấu kỳ hạn theo quý của TPDN phát hành mới

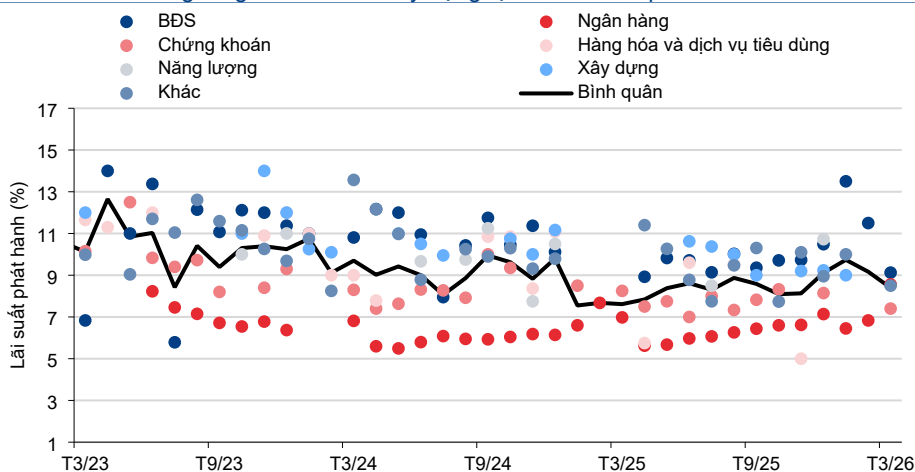
Kỳ hạn phát hành tập trung chủ yếu trong khoảng 6-10 năm, cho thấy xu hướng dịch chuyển dần khỏi nguồn vốn ngắn hạn



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 7: Lãi suất phát hành bình quân hàng tháng theo ngành

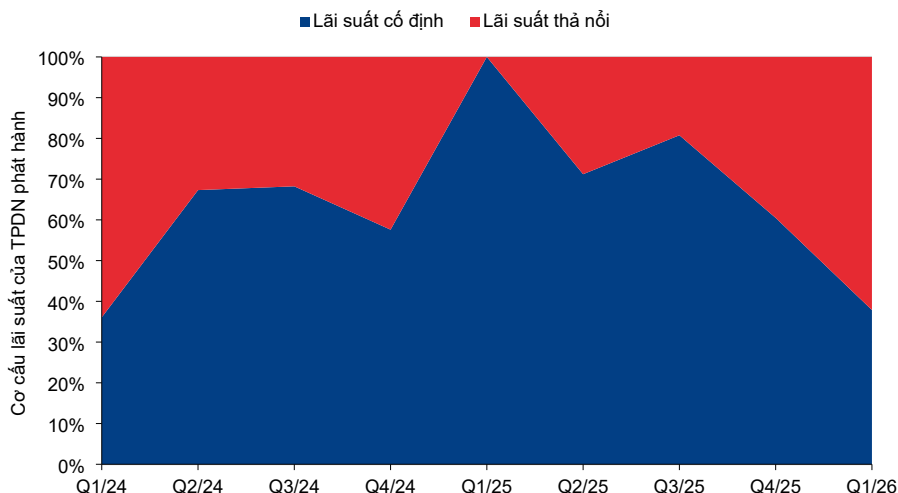
Lợi suất phát hành bình quân trong tháng 3 đạt khoảng 8,4%, nhìn chung diễn biến cùng chiều với xu hướng tăng của lãi suất huy động tại các NHTM quốc doanh



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

Biểu đồ 8: Cơ cấu lãi suất của TPDN phát hành

Tỷ trọng trái phiếu lãi suất thả nổi tăng lên 62% trong Q1/2026 (so với 39% trong Q4/2025), qua đó làm gia tăng mức độ nhạy cảm với biến động lãi suất



Ghi chú: Trái phiếu lãi suất thả nổi bao gồm cả các trái phiếu có cấu trúc lãi suất chuyển từ cố định sang thả nổi (cố định trong giai đoạn đầu, sau đó chuyển sang lãi suất thả nổi)
Nguồn: HNX, HSC

Đối với chi phí huy động, lợi suất phát hành bình quân tháng 3 đạt khoảng 8,4%, tăng 78 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng giảm 77 điểm cơ bản so với tháng trước, thấp hơn [dự báo lợi suất phát hành bình quân năm 2026 của chúng tôi](#) (8,7%) (Biểu đồ 7). Lợi suất sụt giảm so với tháng trước chủ yếu do yếu tố kỹ thuật do thương vụ phát hành với lãi suất thấp bất thường của Marina Center. Nếu loại bỏ yếu tố này, mặt bằng lợi suất vẫn đang chịu áp lực tăng. Đáng chú ý, lợi suất trái phiếu Ngân hàng tăng lên 8,6%, phù hợp với xu hướng tăng của lãi suất tiền gửi, chủ yếu đến từ các thương vụ phát hành với lãi suất thả nổi từ các ngân hàng như HDB và LPB, với coupon gắn với lãi suất tham chiếu (lãi suất tiền gửi 12 tháng bình quân của các ngân hàng quốc doanh) cộng biên độ 2,5-2,9 điểm phần trăm, cho thấy áp lực ngày càng tăng đối với chi phí huy động. Trong khi đó, tỷ trọng trái phiếu lãi suất thả nổi đã tăng mạnh lên 62% trong Q1/2026 từ 39% trong quý trước. Sự dịch chuyển này cho thấy kỳ vọng về một môi trường lãi suất biến động hơn và cho thấy rủi ro gia tăng đối với các tổ chức phát hành trái phiếu lãi suất thả nổi khi chi phí vay trở nên nhạy cảm hơn với biến động của lãi suất tham chiếu (Biểu đồ 8).

Trong bối cảnh này, những thách thức vĩ mô toàn cầu, đặc biệt là căng thẳng địa chính trị xung quanh cuộc xung đột Mỹ-Iran, đã đẩy giá năng lượng tăng cao, gia tăng áp lực lên lạm phát và lãi suất. Động lực này có thể làm tăng chi phí huy động và làm giảm nhu cầu phát hành nếu lãi suất tiếp tục duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, chính sách trong nước đã phản ứng tương đối nhanh chóng. Vào ngày 9/4/2026, [NHNN đã tham vấn với các NHTM để thống nhất định hướng chính sách nhằm giảm lãi suất huy động và cho vay](#). Theo chỉ thị này, [một số ngân hàng đã giảm từ 50-100 điểm cơ bản lãi suất tiền gửi, trong khi lãi suất cho vay có mức giảm sâu nhất tới 300 điểm cơ bản](#). Động thái này cho thấy ưu tiên chính sách đang nghiêng về hỗ trợ tăng trưởng, đồng thời góp phần giảm áp lực chi phí vốn và tạo điều kiện thuận lợi hơn cho sự phục hồi của kênh TPDN.

Cuối cùng, về cấu trúc kỳ hạn, phát hành dịch chuyển rõ ràng sang các kỳ hạn dài. Trái phiếu kỳ hạn từ 6-10 năm chiếm 53% tổng giá trị phát hành tháng 3 và 55% trong quý, cho thấy các doanh nghiệp giảm dần sự phụ thuộc vào nguồn vốn ngắn hạn (so với mức 24% trong Q4/2025) (Biểu đồ 6).

Mua lại phục hồi trong tháng 3/2026 nhưng vẫn yếu trong cả quý

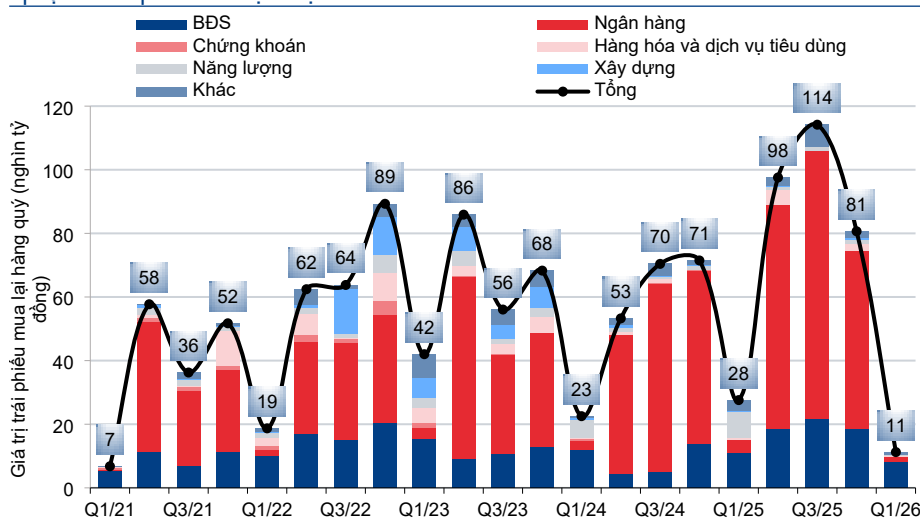
Hoạt động mua lại trái phiếu doanh nghiệp đã phục hồi đáng kể trong tháng 3, tăng gần 4 lần so với tháng trước, nhưng vẫn giảm 23% so với cùng kỳ, đạt 7,7 nghìn tỷ đồng. Ngành BDS tiếp tục dẫn đầu, chiếm 75% tổng giá trị mua lại và tăng 3,5 lần so với cùng kỳ (Biểu đồ 9).

Một giao dịch đáng chú ý đến từ [Capitaland Tower](#) (Chưa niêm yết), khi doanh nghiệp này mua lại 5,5 nghìn tỷ đồng trái phiếu trước hạn, qua đó tắt toán toàn bộ dư nợ trái phiếu đang lưu hành. Động thái này diễn ra trong bối cảnh công ty ghi nhận khoản lỗ sau thuế hơn 5 nghìn tỷ đồng trong năm 2025. Trước đây, công ty này là chủ đầu tư dự án Saigon Marina IFC tại khu vực Ba Son, TP. Hồ Chí Minh, trước khi thoái vốn toàn bộ cổ phần cho Marina Center (đơn vị đã phát hành 10 nghìn tỷ đồng trái phiếu vào tháng 3, như đã đề cập ở trên).

Trong khi đó, hoạt động mua lại trái phiếu trong lĩnh vực ngân hàng vẫn trầm lắng, chỉ đạt tổng cộng 1,7 nghìn tỷ đồng trong tháng, giảm mạnh 95% so với cùng kỳ. Trong số các ngân hàng, MBB (Mua vào, giá mục tiêu 31.800đ) mua lại 1,6 nghìn tỷ đồng trái phiếu. Xu hướng này phù hợp với nhu cầu tái cấu trúc nợ đang hạ nhiệt trên toàn hệ thống ngân hàng so với các kỳ trước. Ngoài ra, các ngân hàng có vẻ đang ưu tiên giữ lại nguồn vốn trung và dài hạn để đáp ứng các yêu cầu về vốn.

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

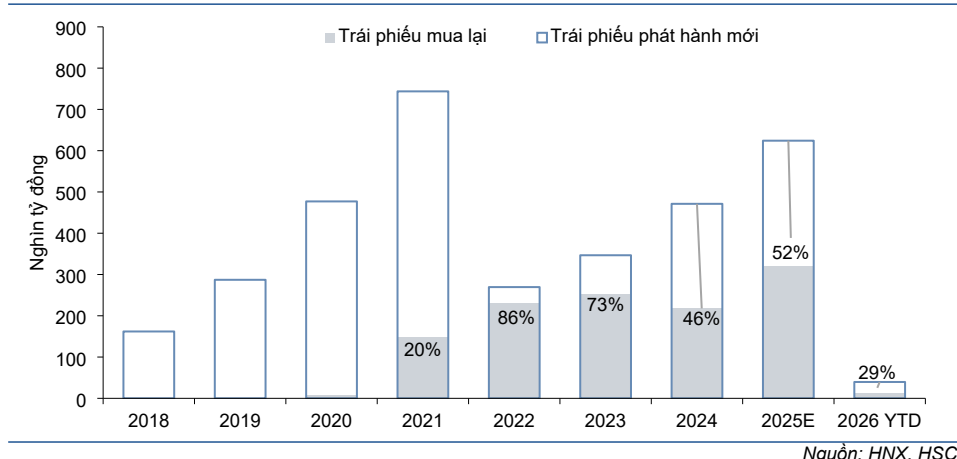
Giá trị mua lại giảm 59% so với cùng kỳ và 86% so với quý trước trong Q1/2026, cho thấy áp lực tái cấp vốn đã hạ nhiệt



Nguồn: HNX, HSC

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

Giá trị trái phiếu mua lại trong Q1/2026 bằng khoảng 29% giá trị phát hành mới



Lũy kế, tổng giá trị TPDN được mua lại trong Q1/2026 đạt 11,2 nghìn tỷ đồng, giảm 59% so với cùng kỳ và giảm 86% so với quý trước, tương đương khoảng 29% tổng giá trị phát hành mới (Biểu đồ 10). Cơ cấu vẫn nghiêng về ngành BĐS, chiếm 71% tổng giá trị mua lại trái phiếu, trong khi ngành Ngân hàng đóng góp khoảng 16%.

Hoạt động mua lại trái phiếu trong quý sụt giảm mạnh cùng với sự phục hồi của hoạt động phát hành trong tháng 3 cho thấy áp lực ngắn hạn từ các nghĩa vụ liên quan đến trái phiếu không quá căng thẳng trong Q1/2026. Tuy nhiên, sự “bình lặng” này nhiều khả năng chỉ mang tính tạm thời. Dựa trên các xu hướng quá khứ, hoạt động mua lại thường tăng tốc trước chu kỳ đáo hạn cao điểm, điều này cho thấy áp lực tái cấp vốn có khả năng sẽ xuất hiện trở lại trong những quý tới (mời xem phân tích bên dưới).

Áp lực đáo hạn gia tăng, rủi ro tái cấp vốn hiện hữu

Trong tháng 3, giá trị trái phiếu đáo hạn tăng mạnh lên khoảng 15,1 nghìn tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ và tăng 4 lần so với tháng trước. Trong số các tổ chức phát hành, Hoàng Anh Gia Lai (HAG, Chưa khuyến nghị) đáo hạn lớn nhất với gần 3,9 nghìn tỷ đồng, tiếp theo là BCG Land (BCR, Chưa khuyến nghị) với khoảng 2,5 nghìn tỷ đồng. Các công ty đáng chú ý khác bao gồm VIC, Tập đoàn Sovico (Chưa niêm yết) và BCM (Tăng tỷ trọng, giá mục tiêu 72.600đ), mỗi công ty đáo hạn khoảng 2 nghìn tỷ đồng.

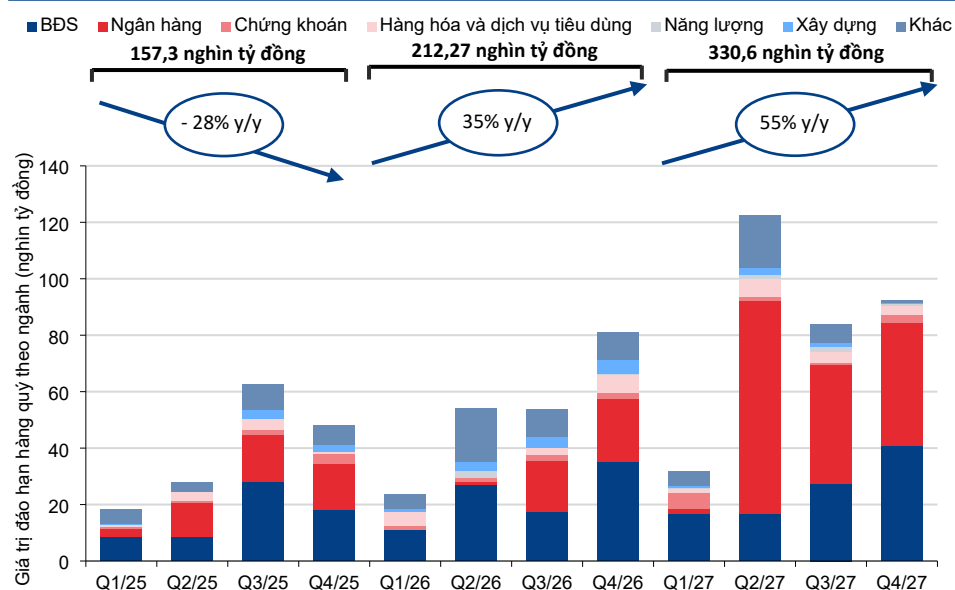
Áp lực đáo hạn dự kiến sẽ gia tăng trong 3 tháng tới, trong đó nghĩa vụ thanh toán tập trung vào các doanh nghiệp hàng đầu. Riêng VIC và VHM đã đáo hạn lần lượt khoảng 8 nghìn tỷ đồng và 8,5 nghìn tỷ đồng, tạo ra nhu cầu tái cấp vốn đáng kể trong ngắn hạn.

Xa hơn, chúng tôi ước tính tổng dư nợ TPDN đáo hạn sẽ đạt khoảng 189 nghìn tỷ đồng trong 3 quý còn lại của năm (tăng 35% so với cùng kỳ), cho thấy sức ép đáo hạn lớn hơn đáng kể so với cùng kỳ (Biểu đồ 11). Cơ cấu đáo hạn tiếp tục nghiêng về ngành BĐS, chiếm khoảng 42% tổng trái phiếu đáo hạn, tiếp theo là ngành Ngân hàng với khoảng 22%. Đáng chú ý, một phần lớn các khoản dư nợ đáo hạn sẽ tập trung vào Q4/2026.

Theo đó, mặc dù phát hành sơ cấp có những dấu hiệu phục hồi ban đầu, áp lực tái cấp vốn vẫn sẽ là chủ đề chính trong thời gian tới. Gánh nặng này có thể đặc biệt rõ rệt đối với các tổ chức phát hành có tỷ lệ đòn bẩy cao hoặc những tổ chức phát hành có khả năng tiếp cận thị trường vốn hạn chế, hàm ý cho thấy thị trường TPDN sẽ phục hồi một cách thận trọng và ngày càng phân hóa.

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

Áp lực đáo hạn năm được dự báo tăng 35% so với cùng kỳ, trong đó 42% đến từ ngành BĐS



Nguồn: HNX, HSC

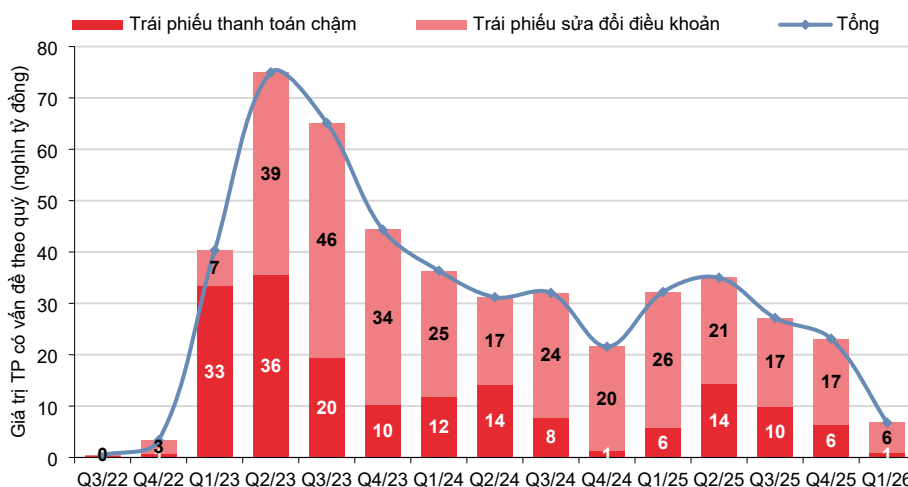
Rủi ro hạ nhiệt nhưng chỉ mang tính trì hoãn

Trái phiếu có vấn đề tiếp tục giảm xuống trong tháng 3 với tổng giá trị giảm mạnh 80% so với cùng kỳ và giảm 6% so với tháng trước xuống 2,4 nghìn tỷ đồng. Trong đó, thị trường 2 trường hợp chậm thanh toán mới sau 2 tháng liên tiếp và không ghi nhận trường hợp chậm thanh toán. Trong khi đó, giá trị trái phiếu điều chỉnh điều khoản giảm đáng kể 84% so với cùng kỳ và giảm 39% so với tháng trước xuống khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng.

Cơ cấu theo ngành, ngành BĐS vẫn đóng góp chính, chiếm khoảng 76% trái phiếu chậm thanh toán, phần còn lại tập trung vào ngành Năng lượng. Điều này cho thấy rủi ro tín dụng tiếp tục tập trung vào các ngành có tỷ lệ đòn bẩy cao và nhạy cảm với dòng tiền.

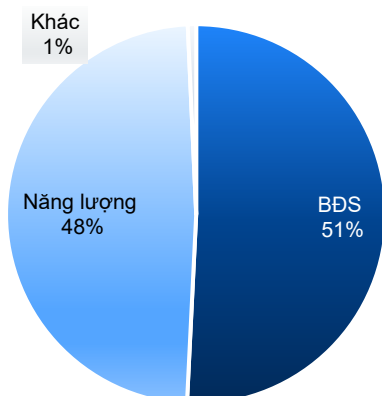
Biểu đồ 12: Giá trị trái phiếu có vấn đề hàng quý theo loại

Giá trị trái phiếu có vấn đề phát sinh mới trong Q1/2026 ở mức thấp nhất kể từ cuối năm 2022



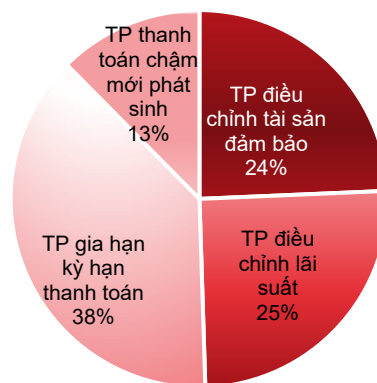
Ghi chú: Giá trị trái phiếu có vấn đề của chúng tôi được tính dựa trên tổng dư nợ trái phiếu tại thời điểm phát sinh vi phạm nghĩa vụ thanh toán, thay vì chỉ tính riêng phần gốc và/hoặc lãi đến hạn nhưng chưa thanh toán
 Nguồn: HNX, VBMA, HSC

Biểu đồ 13: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề trong Q1 theo ngành
Trái phiếu có vấn đề trong Q1 tập trung chủ yếu ở các ngành BĐS và năng lượng



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 14: Cơ cấu trái phiếu có vấn đề trong Q1 theo loại
Gia hạn nợ tiếp tục là hình thức xử lý chủ yếu đối với lượng trái phiếu có vấn đề trong Q1



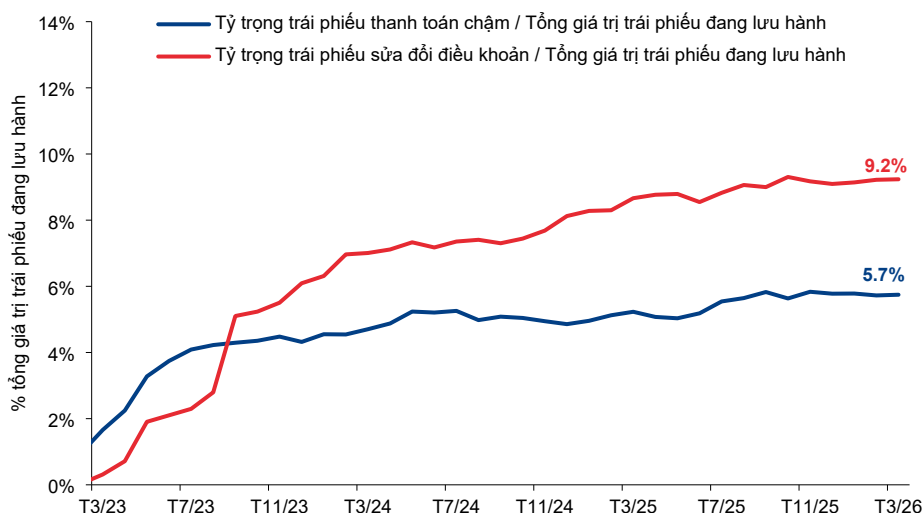
Nguồn: HNX, HSC

Cụ thể, Aqua City (Chưa niêm yết) đã chậm thanh toán khoảng 26 tỷ đồng tiền lãi của lô trái phiếu trị giá 500 tỷ đồng do chưa thu xếp được nguồn tiền, trong khi Công ty TNHH Phát triển Nhà Sài Gòn (Chưa niêm yết) cũng chậm thanh toán gần 18,7 tỷ đồng tiền lãi của lô trái phiếu trị giá 340 tỷ đồng vì lý do tương tự.

Về mặt tái cấu trúc, thị trường ghi nhận 1 trường hợp gia hạn đáng chú ý, Công ty Bất động sản Wonderland gia hạn thêm 2 năm, lùi thời gian đáo hạn sang tháng 4/2028. Ngược lại, HAG đã thanh toán trước sớm gần 9 tháng cho lô trái phiếu kỳ hạn 10 năm trị giá 6,6 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, công ty TNHH Điện mặt trời Trung Nam Thuận Nam (Chưa niêm yết) đã điều chỉnh điều khoản coupon cho lô trái phiếu trị giá khoảng 576 tỷ đồng, phản ánh sự linh hoạt trong việc quản lý nợ.

Biểu đồ 15: Giá trị đang lưu hành của trái phiếu có vấn đề*

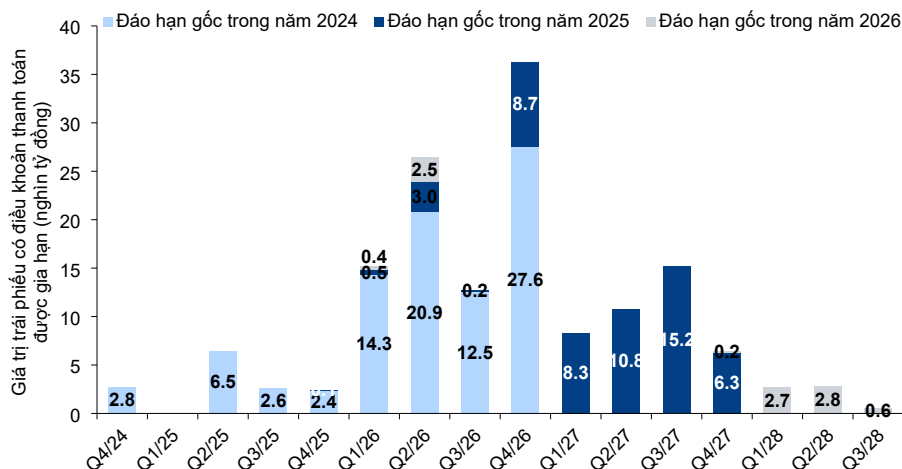
Giá trị trái phiếu có vấn đề chiếm khoảng 16,3% tổng giá trị trái phiếu lưu hành tính đến cuối Q1/2026, trong đó chủ yếu là trái phiếu sửa đổi điều khoản



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

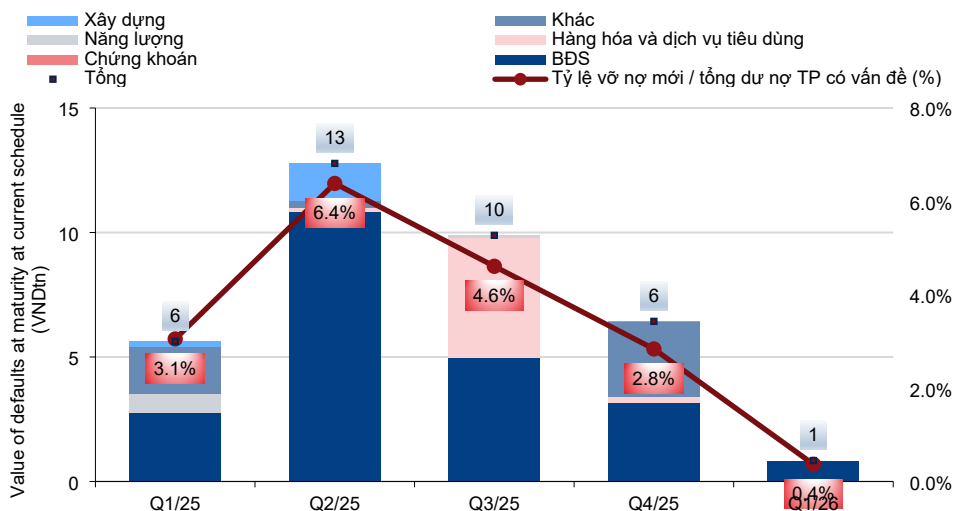
Khoảng 75 nghìn tỷ đồng trái phiếu có thời gian đáo hạn gốc trong năm 2024 hiện đã gia hạn sang năm 2026, phản ánh áp lực tái cấp vốn bị trì hoãn



Nguồn: HNX, HSC

Biểu đồ 17: Giá trị trái phiếu vỡ nợ tại thời điểm đáo hạn theo lịch hiện tại

Tỷ lệ vỡ nợ mới giảm mạnh xuống khoảng ~1% tổng giá trị trái phiếu có vấn đề đang lưu hành trong Q1/2026



Ghi chú: Giá trị vỡ nợ được tính trên giả định các khoản chậm thanh toán không phát sinh thanh toán bổ sung hay gia hạn kỳ hạn; đồng thời loại trừ các khoản chậm thanh toán đã được tái cơ cấu sau đó.
Nguồn: HNX, HSC

Nhìn chung, giá trị trái phiếu có vấn đề mới trong Q1/2026 ở mức thấp nhất kể từ cuối năm 2022, đạt 6,8 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, trái phiếu điều chỉnh điều khoản chiếm tỷ trọng áp đảo 88%, cho thấy việc giải quyết rủi ro ngày càng nghiêng về tái cấu trúc thay vì mất khả năng thanh toán. Rủi ro tín dụng vẫn tập trung ở ngành BĐS (51%) và Năng lượng (49%) (Biểu đồ 12-14).

Tính đến cuối Q1, tổng dư nợ trái phiếu có vấn đề tương đương khoảng 16,3% tổng giá trị thị trường, trong đó trái phiếu tái cấu trúc chiếm khoảng 9,2% và trái phiếu chậm thanh toán chiếm khoảng 5,7%. Tỷ lệ này gần như giữ nguyên so với tháng trước, cho thấy mặc dù điều kiện tín dụng tổng thể đã ổn định hơn nhưng vẫn chưa cải thiện đáng kể (Biểu đồ 15).

Đáng lưu ý, rủi ro tiềm ẩn vẫn ở mức cao. Khoảng 75 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn ban đầu vào năm 2024 nhưng đã được gia hạn theo Nghị định 08/2023 sẽ đến hạn thanh toán trong năm 2026. Ngoài ra, khoảng 6,3 nghìn tỷ đồng trái phiếu đáo hạn năm 2026 (tương đương khoảng 3% tổng giá trị trái phiếu đáo hạn năm nay) đã

được gia hạn sang cuối năm 2027 và đầu năm 2028, giúp giảm bớt một phần áp lực đáo hạn trong ngắn hạn (Biểu đồ 16).

Về mặt tích cực, tỷ lệ trái phiếu mất khả năng thanh toán mới đã giảm mạnh xuống khoảng 1% tổng giá trị trái phiếu chậm thanh toán đang lưu hành trong Q1/2026, so với 7% trong Q4/2025 và 8% cùng kỳ năm ngoái. Mặc dù trái phiếu mất khả năng thanh toán vẫn tập trung ở ngành BĐS, nhưng quy mô đã thu hẹp đáng kể, giảm 71% so với cùng kỳ và giảm 73% so với quý trước (Biểu đồ 17).

Nhìn chung, những diễn biến này cho thấy áp lực mất khả năng thanh toán tạm thời hạ nhiệt. Tuy nhiên, một phần đáng kể rủi ro tín dụng đang được "đẩy sang tương lai" thông qua các biện pháp tái cấu trúc, hàm ý cho thấy mặc dù các chỉ số tổng thể đang cải thiện nhưng rủi ro tiềm ẩn vẫn hiện hữu và có thể xuất hiện trở lại trong trung hạn.

Thanh khoản trên thị trường thứ cấp hồi phục với giá trị giao dịch tăng 20% so với cùng kỳ trong Q1

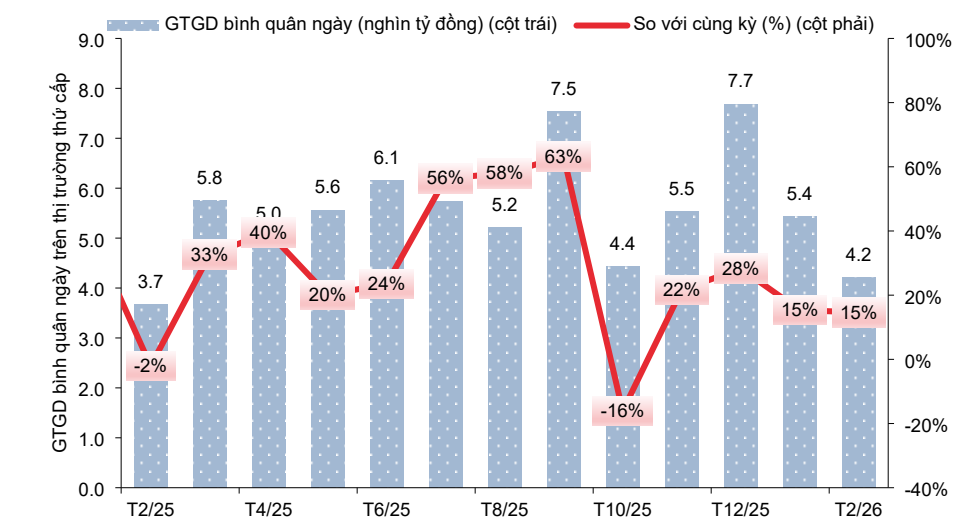
Giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường thứ cấp đối với TPDN phát hành riêng lẻ đã phục hồi mạnh mẽ trong tháng 3, đạt 6,9 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ và tăng 63% so với tháng trước (Biểu đồ 18). Điều này cho thấy thanh khoản thị trường đã cải thiện đáng kể sau giai đoạn trầm lắng đầu năm, đồng thời phản ánh dòng tiền nhà đầu tư quay trở lại khi hoạt động phát hành sơ cấp dần khởi sắc.

Lũy kế Q1/2026, giá trị giao dịch bình quân ngày đạt khoảng 5,7 nghìn tỷ đồng, giảm nhẹ 4% so với quý trước nhưng vẫn tăng 20% so với cùng kỳ, nâng tổng giá trị giao dịch thị trường lên 323,2 nghìn tỷ đồng (12,3 tỷ USD).

Theo tổ chức phát hành, các trái phiếu được giao dịch sôi động nhất trong quý tập trung vào Newco Investment & Development (Chưa niêm yết), Hưng Phát Invest Hà Nội (Chưa niêm yết), T&T New Era (Chưa niêm yết), Vinam Land (Chưa niêm yết) và VHM (Biểu đồ 19). Đáng chú ý, tất cả các tổ chức này đều thuộc ngành BĐS, cho thấy thanh khoản thị trường thứ cấp vẫn tập trung mạnh vào các trái phiếu liên quan đến BĐS. Xu hướng này cho thấy NĐT tiếp tục quan tâm tới các sản phẩm có lợi suất cao hơn, mặc dù đi kèm với rủi ro tín dụng lớn hơn.

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

Trong tháng 3, thanh khoản bình quân ngày trên thị trường thứ cấp tăng 19% so với cùng kỳ và 63% so với tháng trước



Nguồn: HNX, HSC

Bảng 19: TPDN giao dịch nhiều nhất trên sàn giao dịch TPDN HNX trong Q1/2026

Trái phiếu của các công ty: CTCP Đầu tư & Phát triển NEWCO, Công ty TNHH Hưng Phát Invest Hà Nội, CTCP Thời Đại Mới T&T và CTCP Vinam Land có GTGD cao nhất trong Q1

STT	Tổ chức phát hành	Mã TP	Ngành	GTGD (nghìn tỷ đồng)
1	CTCP Đầu tư & Phát triển NEWCO	NEW12402	BDS	17.20
2	Công ty TNHH Hưng Phát Invest Hà Nội	IHP12501	BDS	16.16
3	CTCP Thời Đại Mới T&T	NTJ12501	BDS	9.20
4	CTCP Vinam Land	VIL12301	BDS	8.49
5	VHM	VHM12501	BDS	8.15
6	Công ty TNHH Thương mại & Đầu tư Việt Đức	VDI12101	BDS	8.13
7	VIB	VIB12504	Ngân hàng	7.91
8	CTCP Thái Sơn – Long An	TSL12102	BDS	7.14
9	VIB	VIB12505	Ngân hàng	6.13
10	VHM	VHM12502	BDS	5.76

Nguồn: HNX, HSC

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Bảng 20: TPDN phát hành mới trong tháng 3/2026

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)
3/19/2026	Công ty TNHH Đầu tư Marina Center	MBS12601	Chứng khoán	Phát hành riêng lẻ	970.0	2	7.4
3/20/2026		MAR12601	BDS	Phát hành riêng lẻ	10,195.5	10	4
3/20/2026		HDB HDBC7Y263301	Ngân hàng	Chào bán công khai	2,282.2	7	8.4
3/20/2026		HDB HDBC8Y263401	Ngân hàng	Chào bán công khai	2,412.4	8	8.6
3/23/2026	EVF	EVF12601	Tài chính	Phát hành riêng lẻ	450.0	8	8.5
3/26/2026	Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Phát Đạt	PDA12601	BDS	Phát hành riêng lẻ	2,000.0	2	11
3/26/2026		PDA12602	BDS	Phát hành riêng lẻ	3,600.0	1	11
3/30/2026	LPB	LPB7Y202501	Ngân hàng	Chào bán công khai	14.6	7	8.4
3/30/2026	LPB	LPB8Y202502	Ngân hàng	Chào bán công khai	1,001.8	8	8.6
3/30/2026	LPB	LPB10Y202503	Ngân hàng	Chào bán công khai	0.1	10	8.8
3/31/2026	CTCP Thời Đại Mới T&T	NTJ12601	BDS	Phát hành riêng lẻ	8,000.0	4	10.5

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/4/2026
 Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Bảng 21: Giá trị TPDN phát hành cao nhất trong Q1/2026

Tổ chức phát hành	Ngành	T1	T2	T3	Tổng	Xếp hạng
Công ty TNHH Đầu tư Marina Center	BDS			10,196	10,196	1
CTCP Thời Đại Mới T&T	BDS			8,000	8,000	2
Công ty TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Phát Đạt	BDS			5,600	5,600	3
HDB	Ngân hàng			4,695	4,695	4
BID	Ngân hàng		3,301		3,301	5
CTG	Ngân hàng	2,221			2,221	6
CTD	Xây dựng	1,400			1,400	7
LPB	Ngân hàng			1,016	1,016	8
BAF	Nông nghiệp	1,000			1,000	9
MBS	Chứng khoán			970	970	10
EVF	Tài chính			450	450	11
KHG - CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	BDS	380			380	12
CTCP Kinh doanh F88	Tài chính	300			300	13
CTCP Thiên Phúc Invest	BDS		80		80	14

Ghi chú: Dữ liệu trong báo cáo của chúng tôi được trích xuất từ cổng HNX và VBMA vào ngày 8/4/2026
 Nguồn: VBMA, HNX, HSC

Bảng 22: Giá trị đáo hạn cao nhất (tỷ đồng) trong 3 tháng tới (T4/26 – T6/26)

Tổ chức phát hành	Ngành	T4/26	T5/26	T7/26	Tổng	Xếp hạng
VHM	BDS	4,000	2,000	2,500	8,500	1
VIC	Đa ngành	4,000	4,000		8,000	2
CTCP Đầu tư Tân Thành Long An	BDS		5,000		5,000	3
CTCP Đầu tư & Dịch vụ Helios	Khác			4,000	4,000	4
CTCP Tư vấn & Kinh doanh BĐS TCO	BDS	3,000			3,000	5
CTCP Đầu tư & Phát triển Năng lượng Trung Nam	Năng lượng			2,230	2,230	6
VJC	Vận tải		1,000	1,000	2,000	7
CTCP Xây dựng Đầu tư Vạn Trường Phát	Xây dựng			2,000	2,000	8
Công ty TNHH Phát triển Phú Mỹ Hưng	BDS			1,700	1,700	9
CTCP Đầu tư Năng lượng Nam Phương	Tài chính			1,345	1,345	10
Công ty Tài chính TNHH MTV Home Credit Việt Nam	Tài chính			1,300	1,300	11
CTCP Đầu tư Xây dựng Xuân Đình	Xây dựng	1,200			1,200	12
CTCP Kinh doanh nhà Sunshine	BDS			1,200	1,200	13
Tổng Công ty Cổ phần Thương mại Xây dựng	BDS		1,131		1,131	14
Ngân hàng TNHH MTV Shinhan Việt Nam	Bank			1,000	1,000	15

Nguồn: HNX, HSC

Bảng 23: 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.

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-1) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$

 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Tuyên bố miễn trách

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn