

Phát hành TPCP Q1 trầm lắng, làn sóng cung vẫn còn phía trước

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

- Phát hành Q1 giảm xuống 80,1 nghìn tỷ đồng (giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 34% so với quý trước), hoàn thành 73% kế hoạch Q1 và 16% kế hoạch cả năm; cơ cấu kỳ hạn không thay đổi, với trái phiếu 10 năm vẫn chiếm chủ đạo, trong bối cảnh nhu cầu suy yếu do yêu cầu lợi suất của nhà đầu tư gia tăng, gây sức ép lên phát hành trong thời gian tới.
- Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng cao trong tháng 3, dẫn đầu là trái phiếu 5 năm ở mức 4,06% (tăng 146 điểm cơ bản so với cùng kỳ) và trái phiếu 10 năm ở mức 4,24% (tăng 125 điểm cơ bản so với cùng kỳ). Đà tăng đã phần nào ổn định trở lại trong tháng 4, với lợi suất hiện thấp hơn một chút so với dự báo năm 2026 của chúng tôi (lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%).
- Mặc dù NHNN đã rút ròng qua thị trường mở (128 nghìn tỷ đồng trong tháng 3 và 35,4 nghìn tỷ đồng trong 21 ngày đầu tháng 4), lãi suất LNH đã giảm mạnh (lãi suất cho vay qua đêm giảm từ 9,6% xuống 4,3%), cho thấy thanh khoản hệ thống đang tạm thời được cải thiện.

Phát hành sơ cấp sụt giảm, nhu cầu trở nên chọn lọc

Phát hành trái phiếu của KBNN giảm mạnh trong tháng 3, giảm 70% so với cùng kỳ và giảm 43% so với tháng trước xuống 19,6 nghìn tỷ đồng, tập trung vào kỳ hạn 10 năm (chiếm 99% tổng giá trị phát hành), trong khi phát hành các kỳ hạn khác ghi nhận khối lượng không đáng kể. Trong Q1, phát hành đạt 80,1 nghìn tỷ đồng (giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 34% so với quý trước), hoàn thành 73% kế hoạch Q1 nhưng chỉ đạt 16% kế hoạch cả năm, cho thấy dư địa phát hành vẫn còn lớn. Lợi suất trái phiếu trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng, tiệm cận mức cuối năm 202, trong khi các chỉ số đầu thầu suy yếu, trong đó tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu & tỷ lệ trúng thầu giảm xuống, phản ánh yêu cầu lợi suất cao hơn từ phía nhà đầu tư.

Lợi suất trong nước tăng mạnh giúp thu hẹp chênh lệch lợi suất giữa Việt Nam và Mỹ

Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục gia tăng trong tháng 3, tăng 105-146 điểm cơ bản so với cùng kỳ trên toàn bộ đường cong, nổi bật xu hướng tăng kể từ tháng 4/2025. Đà tăng được dẫn dắt bởi kỳ hạn 5 năm, tăng 31 điểm cơ bản so với tháng trước lên 4,06%, cao hơn mức tăng của kỳ hạn 10 năm ở mức 4,21% (tăng 9 điểm cơ bản so với tháng trước). Kể từ đầu tháng 4, tốc độ tăng đã chậm lại với lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt là 4,06% và 4,24%, vẫn cao nhưng thấp hơn một chút so với dự báo năm 2026 của chúng tôi (lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%), cho thấy sự ổn định trong ngắn hạn sau đợt điều chỉnh gần đây.

Trên thị trường quốc tế lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm dao động ở mức 4,2-4,3% do lo ngại lạm phát trong bối cảnh chiến tranh Mỹ-Iran và lập trường "lãi suất cao trong thời gian dài" của Fed. Điều này khiến chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam - Mỹ kỳ hạn 10 năm giảm xuống âm 6 điểm cơ bản, trong đó lợi suất trái phiếu Việt Nam tăng mạnh hơn phản ánh áp lực nguồn cung trong nước và thanh khoản thắt chặt.

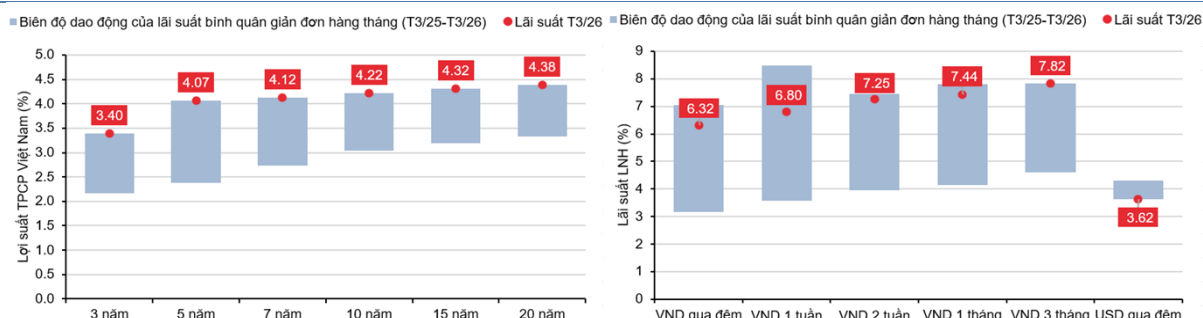
Thanh khoản cải thiện dù NHNN rút ròng thông qua thị trường OMO

Trong tháng 3, NHNN đã rút ròng 128 nghìn tỷ đồng do giá trị repo đảo ngược đảo hạn nhiều hơn lượng vốn bơm vào, trong bối cảnh căng thẳng thanh khoản đầu tháng đẩy lãi suất qua đêm có thời điểm vượt 11%. Thanh khoản vẫn thắt chặt với lãi suất cho vay qua đêm ở mức 9,6% tại thời điểm cuối tháng 3 và phụ thuộc nhiều vào nguồn vốn ngắn hạn (cho vay qua đêm chiếm khoảng 96% tổng giao dịch LNH).

Trong 21 ngày đầu tháng 4, mặc dù tiếp tục rút ròng (35,4 nghìn tỷ đồng), lãi suất cho vay qua đêm đã giảm mạnh xuống 4,3%, cho thấy điều kiện thanh khoản đang cải thiện. Kể từ đầu năm, NHNN đã duy trì lập trường rút ròng, giảm đáng kể số dư trên thị trường OMO xuống 254,7 nghìn tỷ đồng từ mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 2. Nhìn chung, điều này cho thấy cách tiếp cận quản lý thanh khoản chủ động và linh hoạt hơn, sử dụng thị trường OMO như một công cụ để ổn định lãi suất ngắn hạn, đồng thời vẫn đảm bảo mục tiêu ổn định tiền tệ.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 23/4.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường TPCP và lãi suất liên ngân hàng trong tháng 3/2026



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

Lợi suất TPCP duy trì ở mức cao

Phát hành suy yếu trong Q1/2026 với giá trị phát hành giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 34% so với quý trước, hoàn thành 73% kế hoạch Q1 (16% kế hoạch cả năm). Lợi suất sơ cấp tăng trở lại, tiệm cận mức cuối năm 2022, trong khi tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu sụt giảm cho thấy yêu cầu lợi suất từ nhà đầu tư gia tăng. Lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng 105-146 điểm cơ bản so với cùng kỳ, dẫn đầu là kỳ hạn 5 năm, mặc dù tháng 4 cho thấy những dấu hiệu ổn định trở lại. Thanh khoản hệ thống trong tháng 3 ở trạng thái căng thẳng, với lãi suất qua đêm có thời điểm vượt 11% và kết tháng ở mức 9,6%, trong bối cảnh NHNN rút ròng 128 nghìn tỷ đồng thông qua kênh cho vay OMO. Tuy nhiên, tình hình đã cải thiện trong tháng 4 bất chấp việc NHNN tiếp tục rút ròng (35,4 nghìn tỷ đồng) với lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 4,3% tính đến ngày 21/4/2026, phản ánh cách điều hành thanh khoản ngày càng chủ động và linh hoạt thông qua thị trường OMO.

Thị trường sơ cấp

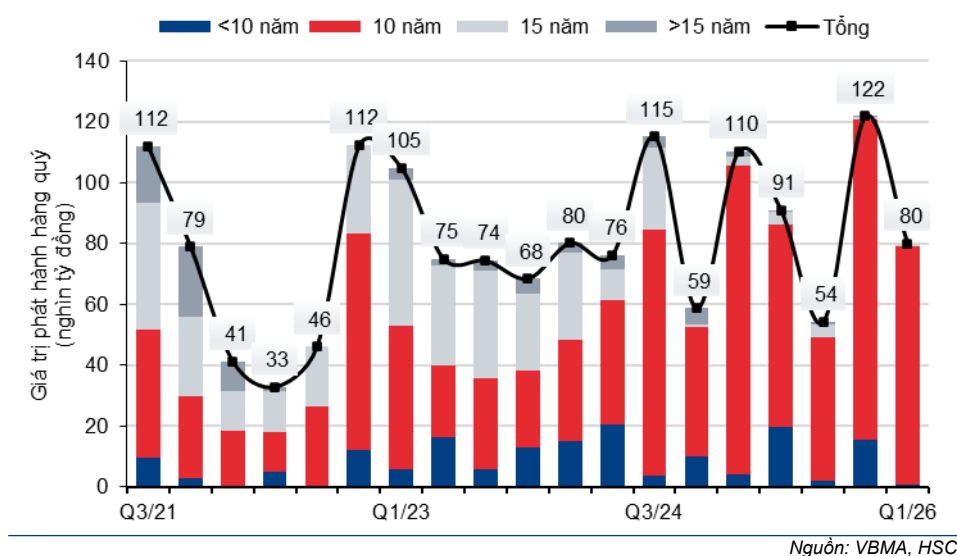
Trong tháng 3, KBNN đã phát hành thành công 19,6 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm mạnh 70% so với cùng kỳ và giảm 43% so với tháng trước. Đáng chú ý, không có nguồn cung bổ sung từ Ngân hàng Chính sách Xã hội Việt Nam và Ngân hàng Phát triển Việt Nam (Biểu đồ 2-3). Cơ cấu phát hành tiếp tục nghiêng mạnh về các kỳ hạn dài, trong đó trái phiếu kỳ hạn 10 năm chiếm 99% tổng giá trị phát hành ở mức 19,3 nghìn tỷ đồng (giảm 68% so với cùng kỳ và giảm 44% so với tháng trước). Phát hành ở các kỳ hạn khác không đáng kể, bao gồm 140 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 100 tỷ đồng trái phiếu kỳ hạn 15 năm.

Tính chung Q1, tổng giá trị phát hành đạt 80,1 nghìn tỷ đồng, giảm 27% so với cùng kỳ và giảm 34% so với quý trước, hoàn thành khoảng 73% kế hoạch Q1 (110 nghìn tỷ đồng) (Biểu đồ 2). Trong đó, kỳ hạn 10 năm là kỳ hạn duy nhất vượt kế hoạch, đạt 121% mục tiêu, trong khi các kỳ hạn khác đóng góp rất hạn chế. So với kế hoạch phát hành cả năm 2026 là 500 nghìn tỷ đồng, tiến độ thực hiện mới đạt 16%, cho thấy dư địa phát hành còn lớn trong các quý còn lại (Biểu đồ 4).

Về triển vọng cung, KBNN đã công bố [kế hoạch đấu thầu tháng 4](#) là 45 nghìn tỷ đồng. [Mục tiêu phát hành Q2 được duy trì ở mức 110 nghìn tỷ đồng](#), tương đương Q1 nhưng thấp hơn so với cùng kỳ (120 nghìn tỷ đồng). Điều này cho thấy cách tiếp cận nguồn cung ngắn hạn thận trọng mặc dù áp lực phát hành được kỳ vọng sẽ gia tăng dần trong thời gian tới.

Biểu đồ 2: Phát hành mới hàng quý theo kỳ hạn

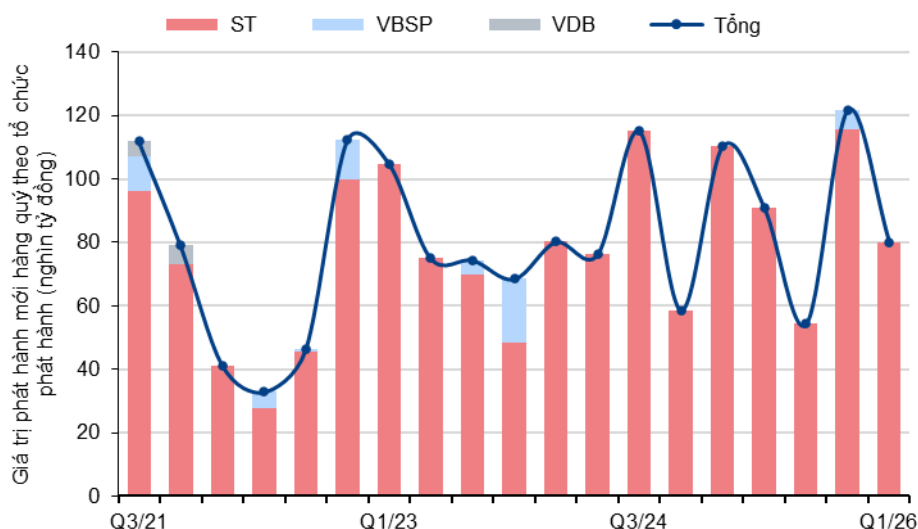
TPCP phát hành trong Q1 giảm 27% so với cùng kỳ và 34% so với quý trước, hoàn thành khoảng 73% kế hoạch quý



Nguồn: VBMA, HSC

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

Toàn bộ lượng trái phiếu Chính phủ trong Q1 đều được phát hành bởi Kho bạc Nhà nước



Nguồn: VBMA, HSC

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

Giá trị phát hành thực tế trong Q1/2026 bằng khoảng 16% kế hoạch cả năm

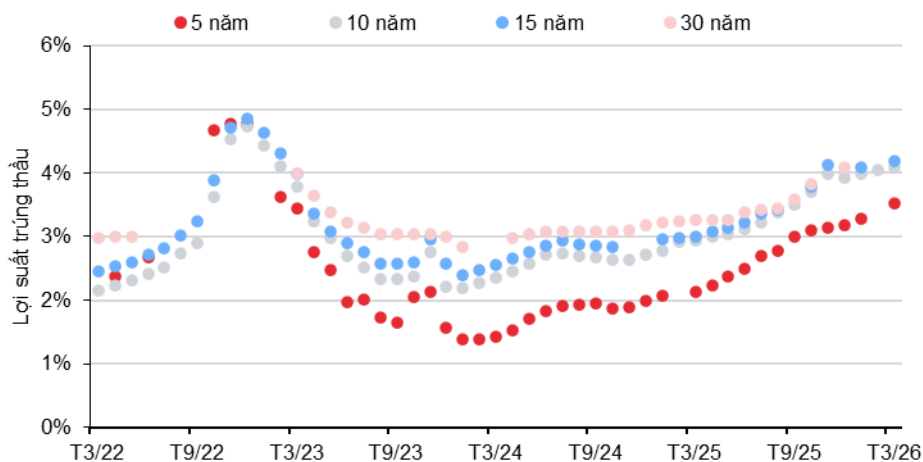
Kỳ hạn	Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T3/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q1/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q1/26	% kế hoạch 2026
3 năm		0.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		17.0	0.0	0.6	0.6	4%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		65.0	34.5	78.5	78.5	121%	
15 năm		17.0	0.0	1.0	1.0	6%	
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	34.5	80.1	80.1	73%	16%

Nguồn: VBMA, HSC

Đối với diễn biến lợi suất, lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng nhẹ trong tháng 3 và hiện chỉ còn thấp hơn khoảng 100 điểm cơ bản so với mức đỉnh cuối năm 2022. Cụ thể, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm đã tăng 115-140 điểm cơ bản so với cùng kỳ lên lần lượt 3,6%, 4,1% và 4,2% (Biểu đồ 5). Diễn biến này phản ánh quá trình bình thường hóa mặt bằng lãi suất trong nước, đồng thời cho thấy yêu cầu lợi suất cao hơn từ phía nhà đầu tư, buộc bên phát hành phải đưa ra mức lợi suất hấp dẫn hơn, đặc biệt ở các kỳ hạn dài.

Thanh khoản đấu thầu vì vậy suy yếu đáng kể. Tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu giảm xuống 40% trong tháng 3 từ 53% trong tháng trước, cho thấy NĐT tiếp tục đòi hỏi mức lợi suất cao hơn (Biểu đồ 6). Trong khi đó, tỷ lệ phát hành thành công giảm mạnh xuống 36% từ 66% trong tháng 2, trong đó hầu hết các đợt phát hành thành công tập trung vào kỳ hạn 10 năm (Biểu đồ 7). Nhìn chung, những xu hướng này cho thấy điều kiện huy động trên thị trường sơ cấp vẫn còn khó khăn với nhu cầu rất chọn lọc và ngày càng nhạy cảm với lợi suất.

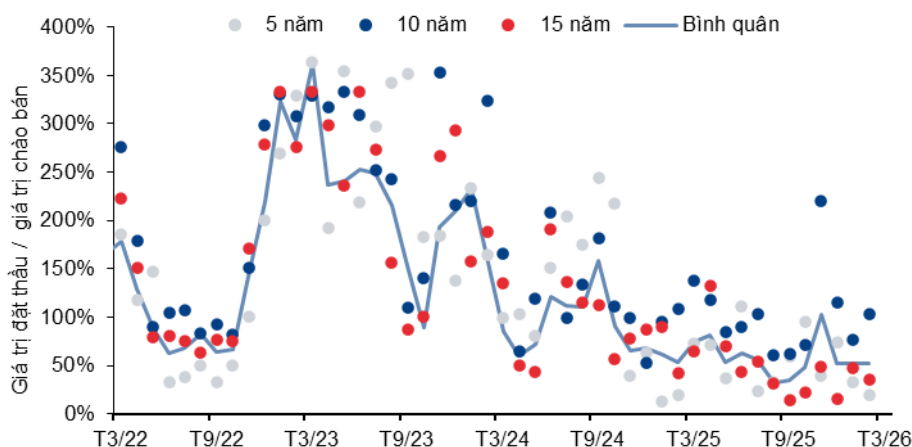
Biểu đồ 5: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)
Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng nhẹ trong tháng 3 và hiện chỉ còn cách mức đỉnh cuối năm 2022 khoảng 100 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, HSC

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

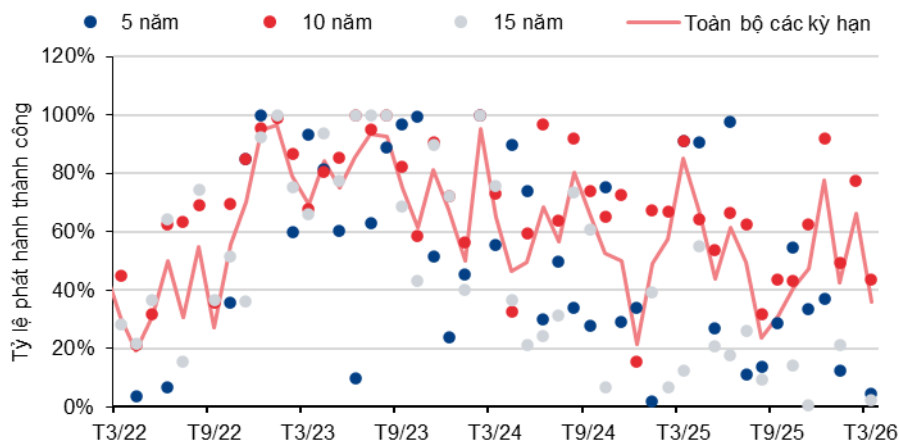
Tỷ lệ bid-to-cover giảm còn 40% trong tháng 3 (so với mức 53% trong tháng trước), cho thấy nhà đầu tư vẫn tiếp tục yêu cầu mức lợi suất cao hơn



Nguồn: VBMA, HSC

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

Tỷ lệ phát hành thành công giảm mạnh còn 36% (từ mức 66% trong tháng 2), với phần lớn các lệnh trúng thầu có kỳ hạn 10 năm



Nguồn: VBMA, HSC

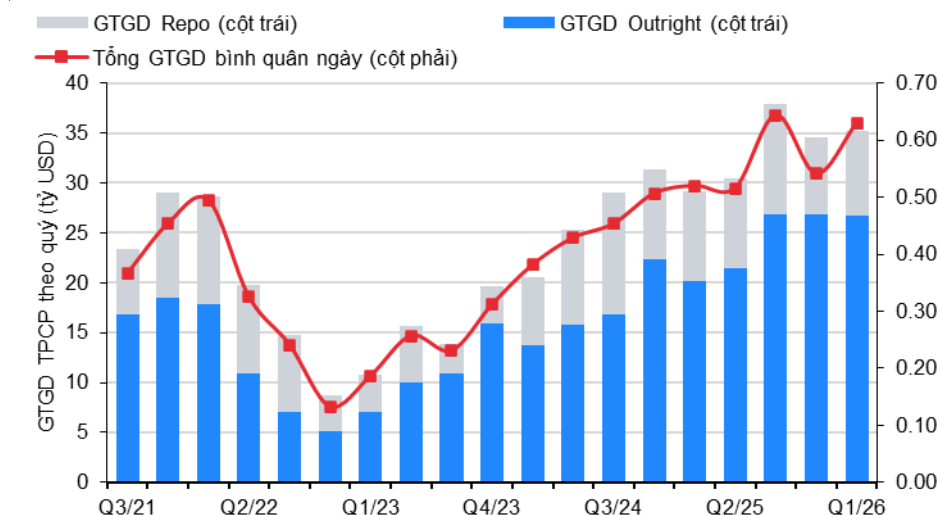
Thị trường thứ cấp

Trên thị trường thứ cấp, thanh khoản đã cải thiện trong tháng 3 với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 660 triệu USD (17,3 nghìn tỷ đồng), tăng 16% so với cùng kỳ và tăng 4% so với tháng trước. Từ đó, tổng giá trị giao dịch hàng tháng tăng lên 14,4 tỷ USD (397,7 nghìn tỷ đồng), tăng 9% so với cùng kỳ và tăng mạnh 82% so với tháng trước. Giao dịch outright tiếp tục áp đảo, chiếm 74% tổng giá trị, trong khi các giao dịch repo chiếm 26% còn lại (Biểu đồ 8).

Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục xu hướng tăng trong tháng 3, phù hợp với diễn biến trên thị trường sơ cấp và kéo dài xu hướng tăng kể từ tháng 4/2025. Lợi suất trên toàn bộ đường cong tăng 105-146 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 9-31 điểm cơ bản so với tháng trước. Đáng chú ý, kỳ hạn 5 năm tăng mạnh nhất, tăng lên 4,06% tại thời điểm cuối tháng 3 (tăng 146 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 31 điểm cơ bản so với tháng trước), trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng vừa phải hơn lên 4,21% (tăng 125 điểm cơ bản so với cùng kỳ và 9 điểm cơ bản so với tháng trước). Từ đó, chênh lệch lợi suất 5-10 năm đã thu hẹp xuống khoảng 15 điểm cơ bản từ 37 điểm cơ bản tại thời điểm cuối tháng 2, cho thấy áp lực tăng mạnh hơn ở phần giữa của đường cong lợi suất và cho thấy lợi suất tiếp tục điều chỉnh trong phân khúc trung hạn (Biểu đồ 9-10).

Biểu đồ 8: GTGD hàng quý & thanh khoản bình quân ngày

Hoạt động giao dịch trên thị trường thứ cấp đã cải thiện, với GTGD bình quân ngày trong tháng 3 tăng 16% so với cùng kỳ và tăng 4% so với tháng trước



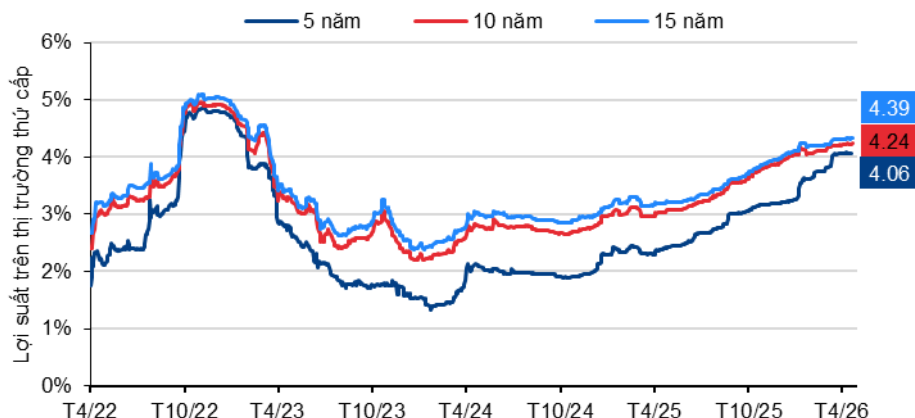
Nguồn: CEIC, HSC

Trong 21 ngày đầu tháng 4, lợi suất tiếp tục tăng nhẹ 1-5 điểm cơ bản so với cuối tháng 3, cho thấy tốc độ tăng đã bắt đầu hạ nhiệt sau đợt điều chỉnh mạnh trước đó. Tính đến ngày 21/4/2026, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 4,06% và 4,24%, thấp hơn một chút so với [dự báo cả năm 2026 của chúng tôi](#) (lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%), cho thấy mặt bằng lãi suất chung vẫn duy trì ở vùng cao (Biểu đồ 9) (Mời xem: [Lợi suất TPCP điều chỉnh tăng mạnh hơn dự báo](#), ngày 31/3/2026).

Toàn cầu, [lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm dao động quanh mức 4,2-4,3%](#) kể từ đầu tháng, chủ yếu do lo ngại lạm phát mới và khả năng gián đoạn nguồn cung năng lượng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị gia tăng ở Trung Đông. Ngoài ra, kịch bản "lãi suất cao kéo dài" tiếp tục neo kỳ vọng thị trường, khi NĐT ngày càng kỳ vọng Fed sẽ duy trì lãi suất điều hành ở mức cao trong thời gian tới (quanh ở mức 3,50%-3,75%). Phản ánh những động lực này, chênh lệch lợi suất giữa TPCP Việt Nam và Mỹ kỳ hạn 10 năm đã thu hẹp đáng kể kể từ cuối năm 2025, giảm nhẹ xuống âm 6 điểm cơ bản vào ngày 21/4/2026. Khác với Mỹ, nơi lợi suất dao động trong phạm vi tương đối ổn định 4-4,5% trong năm qua, lợi suất TPCP Việt Nam đã tăng mạnh hơn, từ khoảng 3% lên hơn 4% hiện nay, chủ yếu phản ánh áp lực phát hành tăng lên để tài trợ cho ngân sách, cũng như sự điều chỉnh tăng của mặt bằng lãi suất trong nước trong bối cảnh điều kiện thanh khoản thắt chặt hơn (Biểu đồ 11).

Biểu đồ 9: Biến động lợi suất TPCP

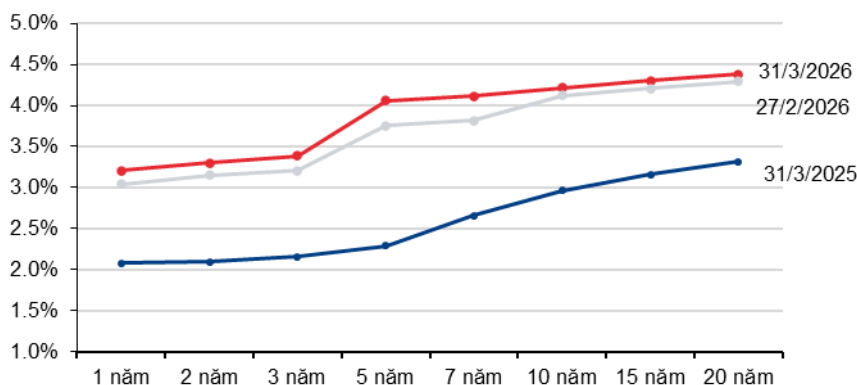
Trong tháng 3, lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục duy trì xu hướng tăng liên tiếp kể từ tháng 4/2025 và bám sát đà tăng của lợi suất trên thị trường sơ cấp



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 21/4/2026
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 10: Đường cong lợi suất TPCP

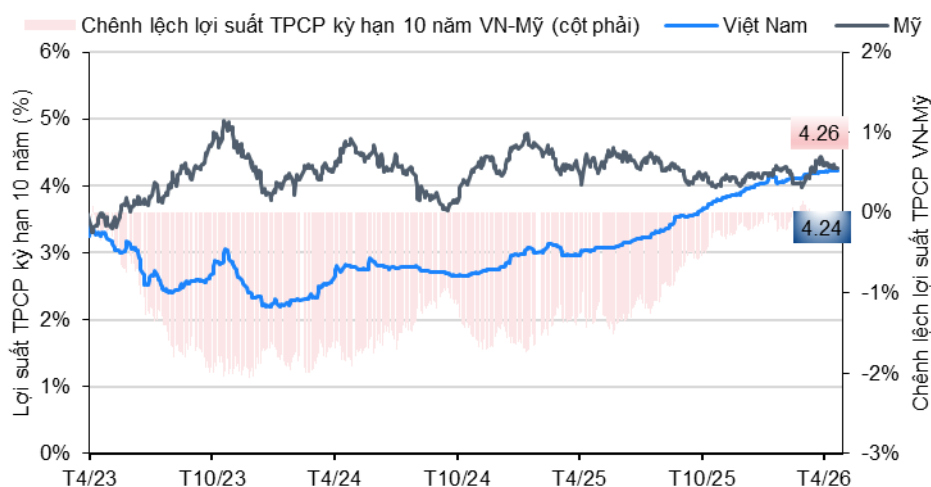
Kỳ hạn 5 năm ghi nhận mức tăng mạnh nhất, đạt 4,06% vào cuối tháng 3 (tăng 146 điểm cơ bản so với cùng kỳ và 31 điểm cơ bản so với tháng trước), phản ánh áp lực tăng lợi suất rõ rệt tại khu vực trung hạn của đường cong lợi suất



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 11: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam & Mỹ

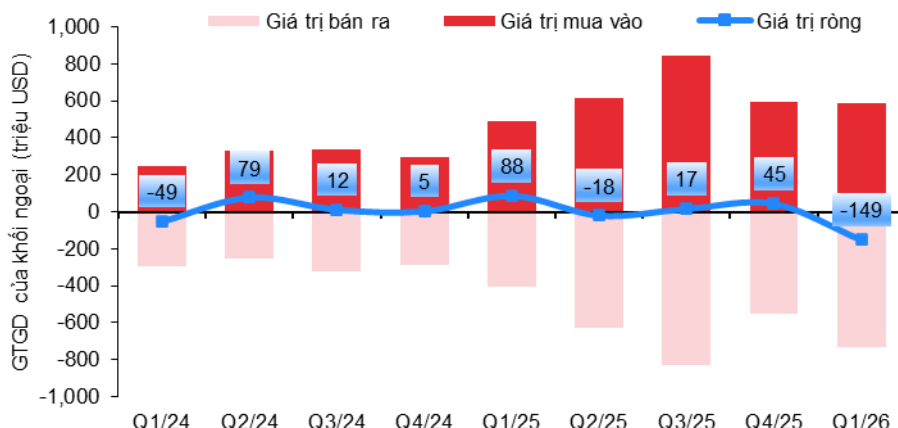
Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam – Mỹ đã thu hẹp đáng kể kể từ cuối năm 2025 và chuyển sang âm nhẹ -6 điểm cơ bản tính đến ngày 21/4



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 21/4/2026.
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 12: GTGD hàng quý của NĐT NN trên thị trường thứ cấp

Giá trị bán ròng của khối ngoại đạt 149 triệu USD trong Q1/2026, đảo chiều so với mức mua ròng 88 triệu USD trong cùng kỳ năm 2025



Nguồn: CEIC, HSC

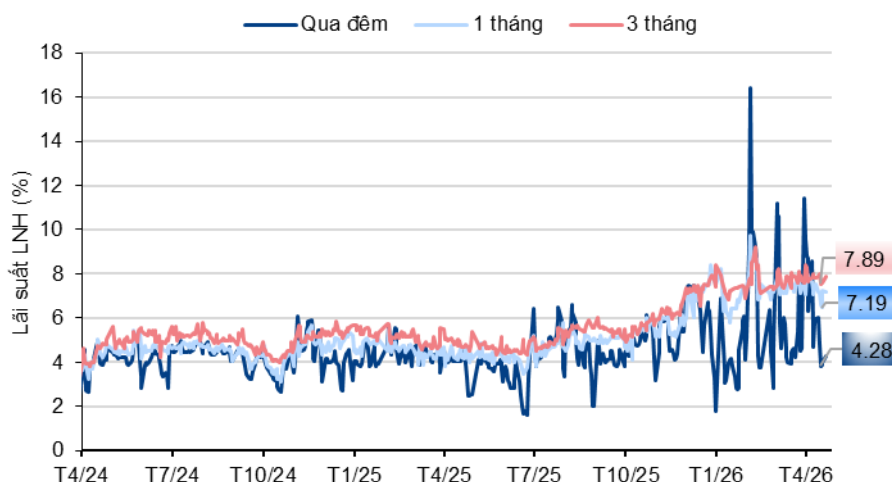
Các áp lực bên ngoài và biến động tỷ giá cũng ảnh hưởng đến hành vi khối ngoại. Trong tháng 3, khối ngoại ghi nhận tháng bán ròng thứ tư liên tiếp với giá trị 33,8 triệu USD (891 tỷ đồng), mặc dù giảm 17% so với tháng trước. Lũy kế Q1/2026, khối ngoại bán ròng 149 triệu USD (3,9 nghìn tỷ đồng), đảo chiều so với mức mua ròng 88 triệu USD cùng kỳ năm ngoái. Xu hướng này chủ yếu phản ánh môi trường vĩ mô toàn cầu bất định hơn và áp lực mất giá của đồng VND so với đồng USD, qua đó làm giảm sức hấp dẫn tương đối của các tài sản định danh bằng VND đối với nhà đầu tư nước ngoài (Biểu đồ 12).

Thị trường LNH và OMO

Trên thị trường mở (OMO), NHNN rút ròng đáng kể trong tháng 3 do hợp đồng repo đảo ngược đáo hạn vượt quy mô bơm mới. Cụ thể, NHNN đã cung ứng 491,2 nghìn tỷ đồng thông qua các hoạt động cho vay trên thị trường OMO để hỗ trợ thanh khoản hệ thống trong bối cảnh lãi suất LNH biến động mạnh, với lãi suất qua đêm có thời điểm vượt 11% vào đầu tháng. Tuy nhiên, với giá trị đáo hạn đạt 619,2 nghìn tỷ đồng, NHNN đã chuyển sang trạng thái hút ròng 128 nghìn tỷ đồng trong tháng 3, so với mức bơm ròng 97 nghìn tỷ đồng trong tháng 2. Kỳ hạn trên thị trường OMO duy trì trong khoảng 7-56 ngày, trong khi lãi suất repo đảo ngược được giữ nguyên ở mức 4,5%.

Biểu đồ 13: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Lãi suất LNH biến động đáng kể trong tháng 3 trước khi hạ nhiệt vào đầu tháng 4

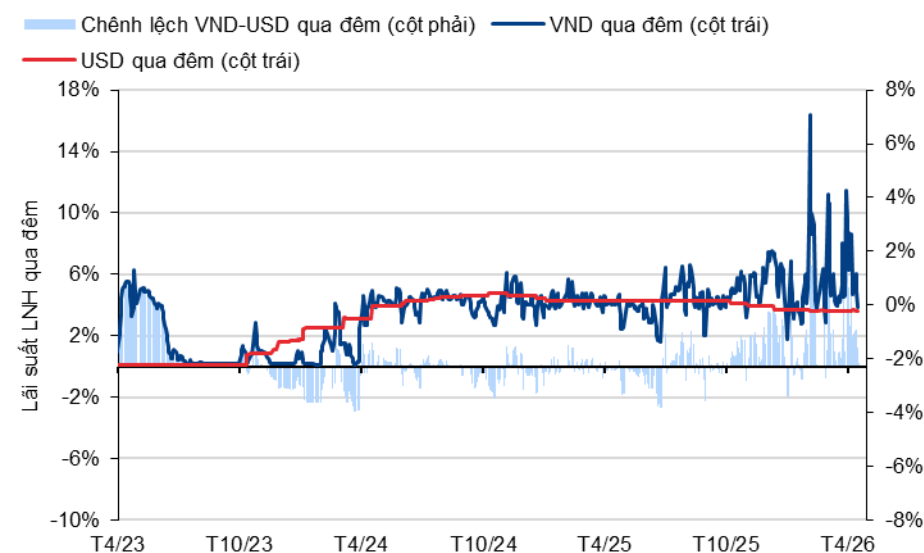


Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/1/2026.
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Điều kiện thanh khoản hệ thống vẫn tương đối căng thẳng vào cuối tháng 3 mặc dù đã hạ nhiệt một phần so với đầu tháng. Lãi suất liên ngân hàng duy trì ở mức cao, với lãi suất qua đêm ở mức 9,6%, kỳ hạn 1 tháng khoảng 7% và kỳ hạn 3 tháng ở mức 8,4% (Biểu đồ 13). Tổng giá trị giao dịch LNH đạt khoảng 32,2 tỷ USD (849 nghìn tỷ đồng), tăng mạnh 84% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 4% so với tháng trước. Giao dịch qua đêm tiếp tục áp đảo, chiếm 96% tổng giá trị, cho thấy nhu cầu tiếp tục mạnh mẽ đối với nguồn vốn ngắn hạn (Biểu đồ 14-16).

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

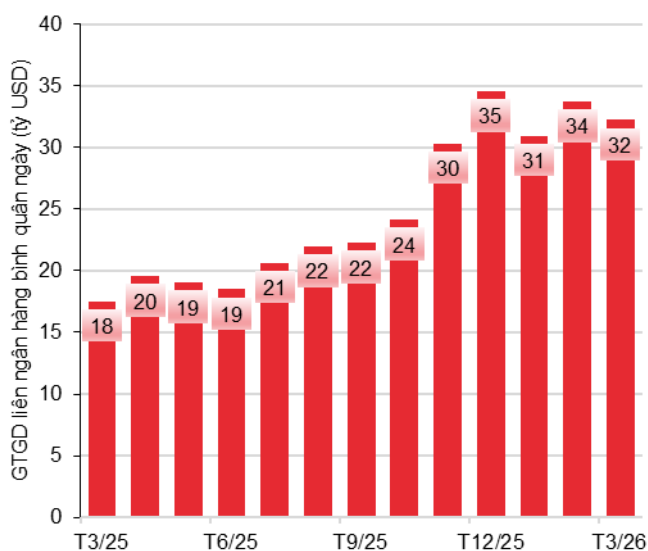
Chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm giảm còn 64 điểm cơ bản tính đến ngày 20/4, phản ánh điều kiện thanh khoản trong nước đã được nói lỏng



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 15: Thanh khoản liên ngân hàng theo tháng

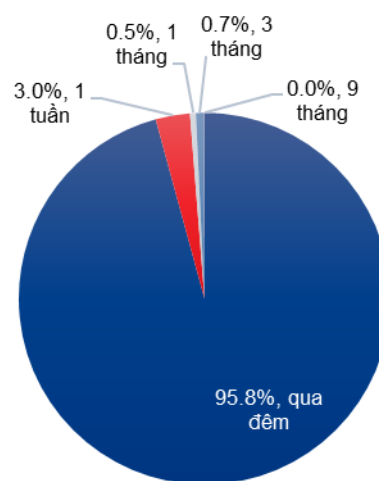
Thanh khoản LNH trong tháng 3 tăng mạnh 84% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 4% so với tháng trước...



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 16: Thanh khoản liên ngân hàng theo kỳ hạn (%)

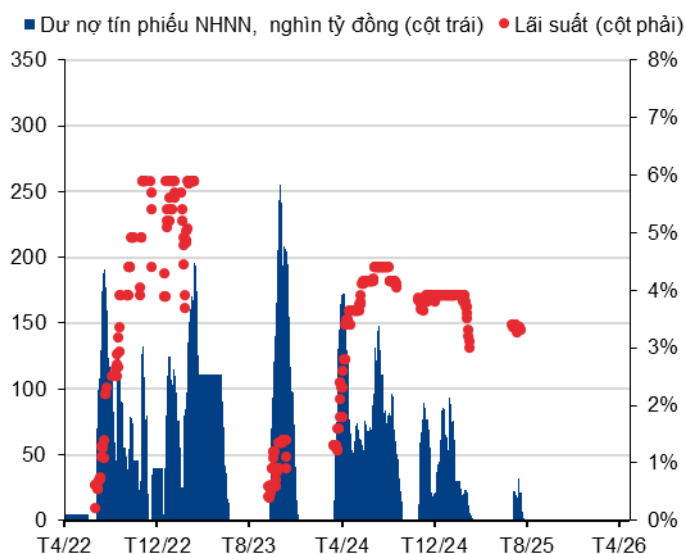
...trong đó, các giao dịch qua đêm vẫn chiếm tỷ trọng lớn, đóng góp 96% tổng khối lượng giao dịch



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 17: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

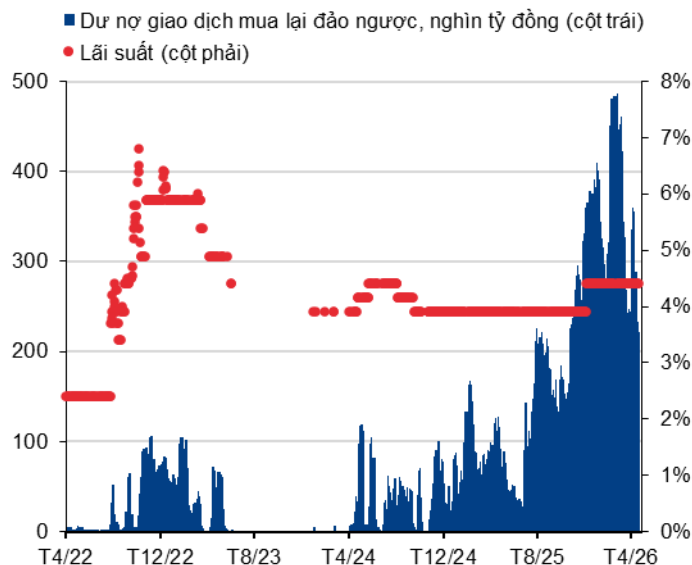
Trong khi kênh tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025...



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 18: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

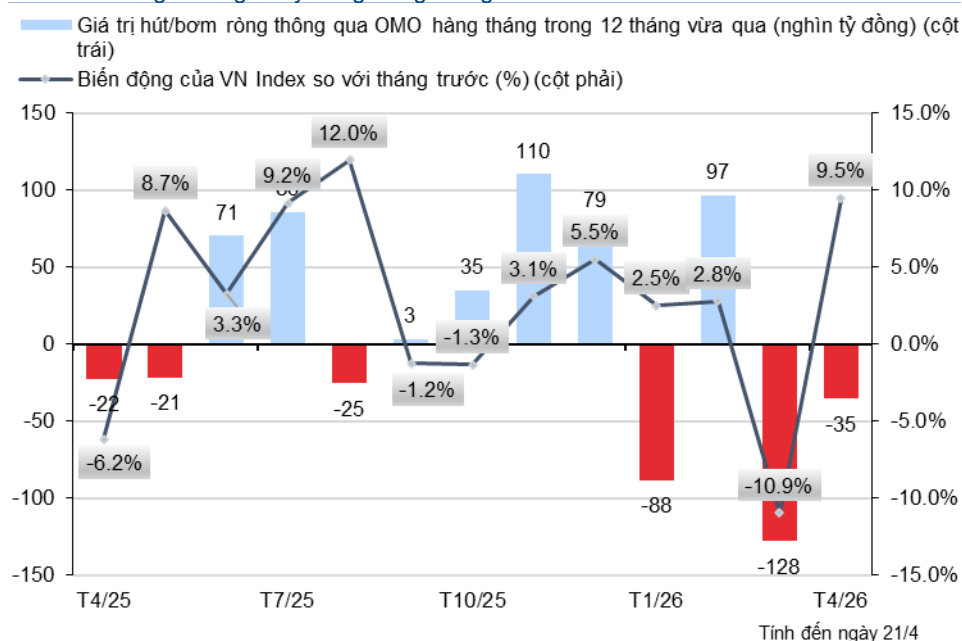
... các nghiệp vụ giao dịch Repo ngày càng được sử dụng như một công cụ ổn định nhằm điều tiết biến động lãi suất LNH trong ngắn hạn



Ghi chú: Dữ liệu giá được cập nhật đến ngày 21/4/2026
Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 19: Giá trị hút/bơm ròng hàng tháng thông qua OMO trong 12 tháng qua

NHNN duy trì trạng thái hút ròng, rút về 35 nghìn tỷ đồng trong 21 ngày đầu tháng 4 sau khi đã hút ròng 128 nghìn tỷ đồng trong tháng 3



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 21/4/2026
Nguồn: NHNN, HSC

Trong 21 ngày đầu tháng 4, NHNN tiếp tục rút ròng trên thị trường OMO với tổng giá trị 35,4 nghìn tỷ đồng, do hợp đồng repo đảo ngược mới đạt 278 nghìn tỷ đồng bù trừ với giá trị đáo hạn 313,4 nghìn tỷ đồng. Dù vậy, lãi suất liên ngân hàng đã giảm đáng kể, với lãi suất qua đêm xuống khoảng 4,3% tính đến ngày 20/4/2026 (theo số liệu của NHNN), cho thấy áp lực thanh khoản hệ thống tạm thời hạ nhiệt. Điều kiện hoạt động trên thị trường OMO, bao gồm lãi suất và kỳ hạn, vẫn không thay đổi so với

tháng trước, trong khi phát hành tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025 (Biểu đồ 17-19).

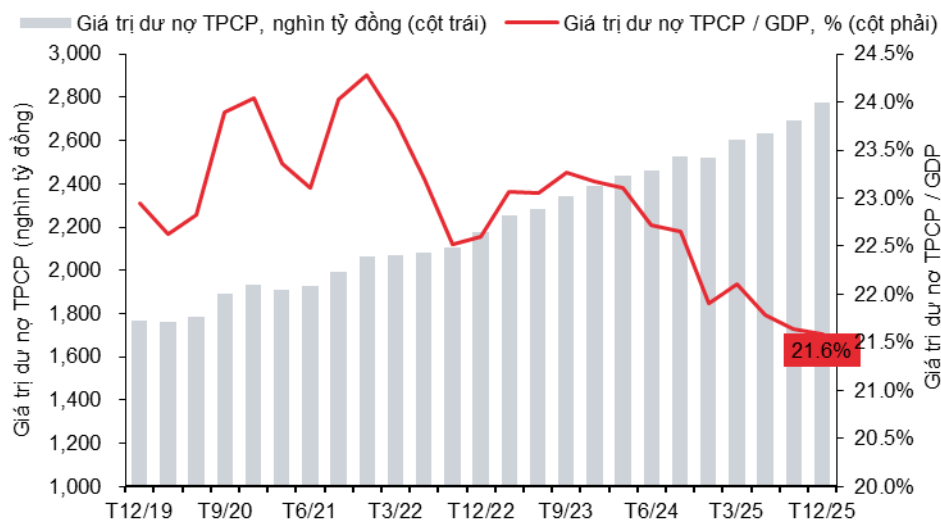
Tính từ đầu năm, Ngân hàng Nhà nước Việt Nam (SBV) đã bơm 1.233 nghìn tỷ đồng thông qua kênh OMO, trong khi tổng số tiền đáo hạn đạt 1.387 nghìn tỷ đồng, tương ứng mức hút ròng 154,4 nghìn tỷ đồng. Theo đó, dư nợ OMO giảm xuống còn 254,7 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 21 tháng 4, thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng được ghi nhận vào cuối tháng 2 (Hình 17-18).

Nhìn chung, các diễn biến trên cho thấy cách điều hành thanh khoản ngày càng chủ động và linh hoạt của NHNN, với việc OMO ngày càng được sử dụng như một công cụ ổn định và được điều chỉnh để làm giảm biến động lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn, đồng thời vẫn đảm bảo mục tiêu ổn định tiền tệ. Cách tiếp cận này cũng phù hợp với định hướng chính sách được nhấn mạnh tại [cuộc họp Chính phủ ngày 9 tháng 4](#) do Thống đốc Phạm Đức An chủ trì, trong đó nhấn mạnh tầm quan trọng của các hoạt động tiền tệ linh hoạt nhằm hỗ trợ ổn định kinh tế vĩ mô, kiềm chế lạm phát và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế.

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 20: Quy mô thị trường TPCP

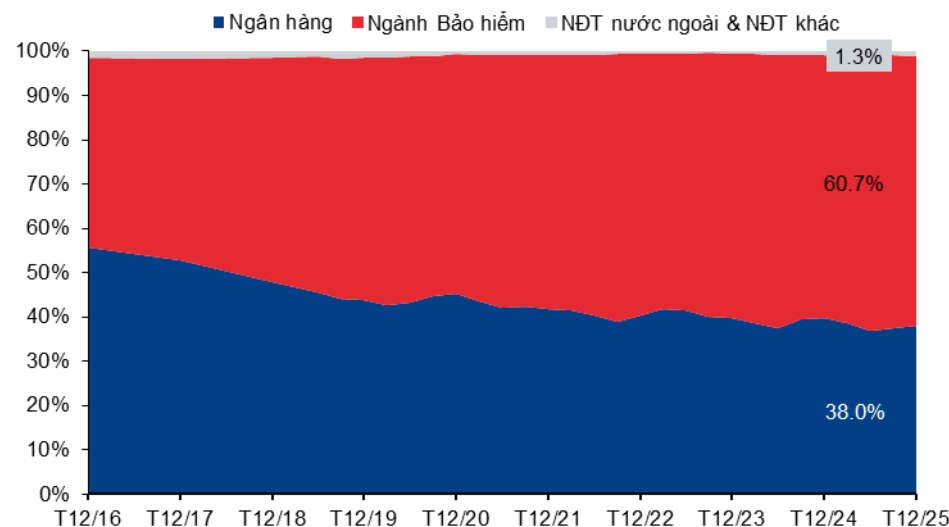
Dư nợ TPCP tính đến cuối năm 2025 bằng 21,6% GDP lũy kế 12 tháng



Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

Biểu đồ 21: Dư nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

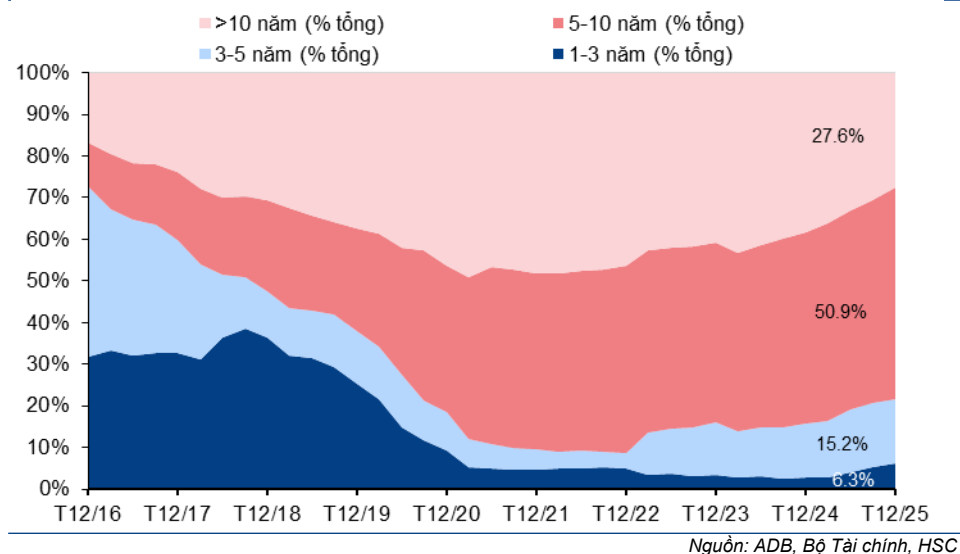
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 61% tổng dư nợ TPCP tính đến cuối năm 2025



Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

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

Nhóm kỳ hạn 5-10 năm chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng giá trị TPCP đang lưu hành tính đến cuối năm 2025

**Bảng 23: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 3/2026**

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)
3/4/2026	7	1,000	200	-	
3/4/2026	10	11,000	9,730	4,830	4.11
3/4/2026	15	1,000	400	-	
3/4/2026	20	500	-	-	
3/11/2026	5	1,000	200	-	
3/11/2026	10	11,000	6,970	560	4.11
3/11/2026	15	1,000	400	-	
3/11/2026	20	500	-	-	
3/18/2026	5	1,000	260	60	3.50
3/18/2026	10	11,000	13,560	9,060	4.11
3/18/2026	15	1,000	200	100	4.20
3/18/2026	20	500	-	-	
3/25/2026	5	1,000	280	80	3.60
3/25/2026	10	11,000	5,820	4,870	4.11
3/25/2026	15	1,000	400	-	
3/25/2026	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	13.8	17.9
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	528.7	581.6
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	16.2	10.0
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	475	542.5	599.5
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	14.2	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