

Triển vọng TPCP giai đoạn 2026-2027: Gia tăng phát hành gây áp lực lên lợi suất

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

- Dựa trên kế hoạch thâm hụt tài khóa năm 2026 ở mức 605 nghìn tỷ đồng, KBNN đặt mục tiêu phát hành TPCP ở mức 500 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, lượng phát hành 4 tháng đầu năm 2026 chỉ hoàn thành 25% kế hoạch cả năm, hàm ý nguồn cung phát hành sẽ tăng mạnh trong các quý tới.
- Lợi suất TPCP duy trì ở mức cao trong 4 tháng đầu năm 2026 trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt và lợi suất toàn cầu tăng cao. Chúng tôi duy trì dự báo lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 4,2% và 4,4% vào cuối năm 2026, đồng thời dự báo lợi suất sẽ tiếp tục tăng dần trong giai đoạn 2027-2028 trong bối cảnh chính sách tài khóa tiếp tục mở rộng.
- NHNN tiếp tục duy trì lập trường quản lý thanh khoản chủ động, rút ròng 117,6 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO kể từ đầu năm, qua đó giảm dư nợ trên thị trường OMO xuống 291,6 nghìn tỷ đồng, trong khi lãi suất cho vay qua đêm LNH phục hồi trở lại vùng 5-7% trong 3 tuần đầu tháng 5.

Chính sách tài khóa mở rộng hỗ trợ tăng trưởng thị trường TPCP

Thị trường TPCP ngày càng đóng vai trò quan trọng trong bối cảnh Việt Nam đẩy mạnh đầu tư cơ sở hạ tầng và đối mặt với nhu cầu tài trợ ngân sách ngày càng lớn. Tại thời điểm cuối năm 2025, giá trị TPCP đang lưu hành đạt 2.772 nghìn tỷ đồng, tương đương 21,6% GDP, vẫn thấp hơn đáng kể so với [mục tiêu 33% GDP của Chính phủ vào năm 2030](#). Trong khi đó, kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-2030 của Việt Nam ước tính đạt [8,22 triệu tỷ đồng \(313 tỷ USD\)](#), cho thấy nhu cầu vốn dài hạn rất lớn. Dựa trên kế hoạch [thâm hụt tài khóa năm 2026 ở mức 605 nghìn tỷ đồng](#), KBNN đã đặt mục tiêu phát hành 500 nghìn tỷ đồng TPCP. Tuy nhiên, do phát hành 4 tháng đầu năm 2026 mới hoàn thành 25% kế hoạch cả năm, hàm ý áp lực phát hành sẽ gia tăng đáng kể trong thời gian tới và có thể tạo áp lực tăng lên mặt bằng lợi suất.

Lợi suất TPCP tiếp tục chu kỳ điều chỉnh tăng

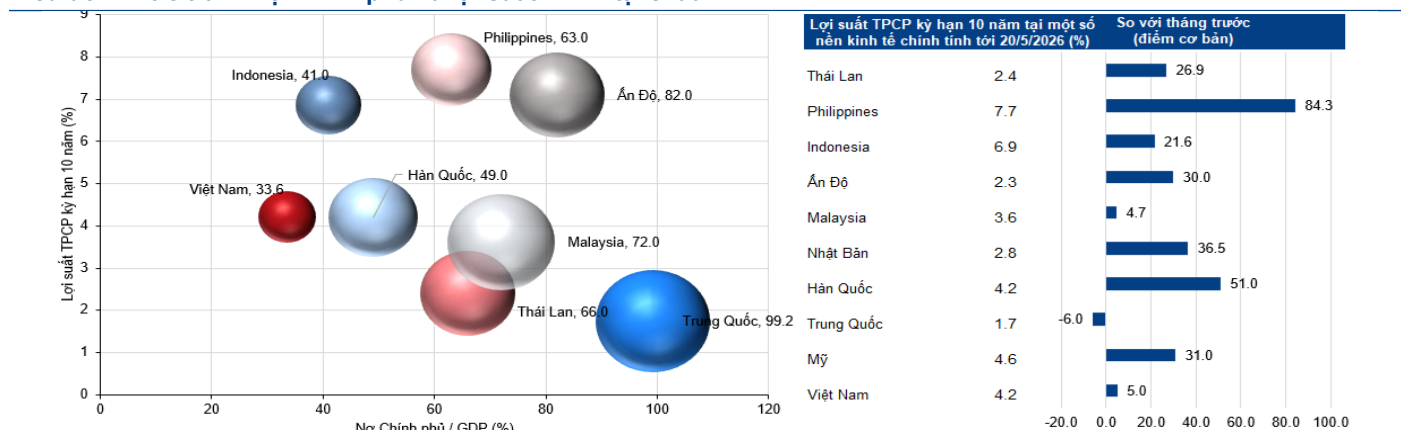
Thị trường đang bước vào giai đoạn tăng trưởng trong môi trường lãi suất trở nên thách thức hơn. Lợi suất TPCP tiếp tục xu hướng tăng trong 4 tháng đầu năm 2026 do thanh khoản trong nước thắt chặt, lợi suất toàn cầu duy trì ở mức cao, và lo ngại lạm phát trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị kéo dài ở Trung Đông, mặc dù tốc độ tăng gần đây đã phần nào hạ nhiệt. Tính đến ngày 21/5/2026, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm ổn định lần lượt ở mức 4,1% và 4,2%, phù hợp với dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm 2026 lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%, mặc dù rủi ro tăng vẫn hiện hữu. Chúng tôi dự báo lợi suất sẽ tiếp tục tăng dần trong giai đoạn 2027-2028 trong bối cảnh chính sách tài khóa tiếp tục mở rộng và nhu cầu vốn của Chính phủ gia tăng, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm & 10 năm lần lượt ở mức 4,3% & 4,5% trong năm 2027 và 4,4% & 4,6% trong năm 2028.

Thanh khoản thị trường tiền tệ bước vào giai đoạn thận trọng hơn

Trong khi đó, NHNN tiếp tục quản lý thanh khoản chủ động thông qua thị trường OMO. NHNN rút ròng 18 nghìn tỷ đồng trong 21 ngày đầu tháng 5, nâng lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng lên vùng 5-7%. Kể từ đầu năm, NHNN đã rút ròng tổng cộng 117,6 nghìn tỷ đồng, phản ánh trọng tâm ổn định tỷ giá được duy trì trong bối cảnh môi trường lãi suất toàn cầu nhiều khả năng sẽ ở mức cao trong thời gian dài. Mặc dù chúng tôi giữ nguyên dự báo lãi suất cho vay qua đêm LNH tại thời điểm cuối năm 2026-2028 ở mức 4%, lãi suất LNH có khả năng sẽ duy trì ở mức cao trong phần lớn thời gian còn lại của năm 2026, do thanh khoản hệ thống còn tương đối căng thẳng, cho đến khi tăng trưởng huy động cải thiện rõ nét hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 25/5.

Biểu đồ 1: Bức tranh nợ Chính phủ và lợi suất TPCP tại châu Á



Ghi chú: Kích thước bong bóng = Quy mô thị trường TPCP/GDP. Nợ Chính phủ/GDP và quy mô thị trường TPCP/GDP được tính dựa trên dữ liệu năm 2025. Nguồn: CEIC, ADB, Tradingeconomics, HSC

Triển vọng thị trường TPCP giai đoạn 2026-2027

Dựa trên kế hoạch đầu tư công giai đoạn 2026-2030 ở mức 8,22 triệu tỷ đồng và thâm hụt tài khóa năm 2026 ước tính đạt 605 nghìn tỷ đồng, KBNN đã đặt mục tiêu phát hành 500 nghìn tỷ đồng TPCP trong năm 2026. Tuy nhiên, phát hành 4 tháng đầu năm 2026 mới hoàn thành 25% mục tiêu cả năm, áp lực phát hành sẽ gia tăng đáng kể trong những quý tới. Trong khi đó, lợi suất trái phiếu tiếp tục chịu áp lực tăng trong bối cảnh thanh khoản trong nước thắt chặt và lợi suất toàn cầu duy trì ở mức cao. Tính đến ngày 21/5/2026, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm ổn định ở mức 4,1% và 4,2%, sát với dự báo của chúng tôi trong năm 2026 (lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%). Về phía tiền tệ, NHNN duy trì lập trường thanh khoản thận trọng với giá trị rút ròng qua thị trường OMO kể từ đầu năm đạt 117,6 nghìn tỷ đồng. Từ đó, lãi suất cho vay qua đêm LNH đã phục hồi trở lại vùng 5-7% trong tháng 5 sau khi tạm thời hạ nhiệt trong tháng 4.

TPCP Việt Nam: Câu chuyện tăng trưởng cấu trúc vẫn đang ở giai đoạn đầu

Trong thập kỷ vừa qua, thị trường TPCP Việt Nam đã dần chuyển mình từ kênh huy động vốn hỗ trợ ngân sách thành trụ cột cốt lõi của hệ thống tài chính quốc gia. Quá trình phát triển này không chỉ phản ánh nhu cầu tài trợ ngân sách ngày càng lớn nhằm thúc đẩy đầu tư công và mở rộng hạ tầng, mà còn cho thấy sự cải thiện ổn định trong năng lực điều hành vĩ mô, sự phát triển ngày càng sâu rộng của thị trường vốn trong nước, và niềm tin ngày càng gia tăng của NGĐT vào hồ sơ tín nhiệm quốc gia của Việt Nam.

Tại thời điểm cuối năm 2025, giá trị TPCP đang lưu hành đạt khoảng 2.772 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 10% và tương đương 21,6% GDP (Biểu đồ 3). Kể từ khi thị trường được tái cấu trúc theo hướng tập trung từ năm 2013, thị trường đã duy trì quỹ đạo tăng trưởng bền vững, khẳng định vai trò ngày càng lớn trong chiến lược phát triển thị trường vốn và khuôn khổ quản lý nợ công của Việt Nam.

Định hướng chính sách cũng cho thấy triển vọng thị trường tiếp tục mở rộng. Theo [Chiến lược Tài chính và Chiến lược Phát triển Thị trường Chứng khoán Việt Nam đến năm 2030](#), tổng giá trị trái phiếu đang lưu hành được đặt mục tiêu đạt tối thiểu 58% GDP, trong đó TPCP chiếm khoảng 33% GDP. Điều này khẳng định cam kết của Chính phủ trong việc xác định thị trường TPCP là kênh huy động vốn dài hạn trọng yếu để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Sự phát triển của thị trường TPCP cũng góp phần củng cố hồ sơ tín nhiệm quốc gia của Việt Nam. Việt Nam hiện được [S&P Global Ratings](#) và [Fitch Ratings](#) xếp hạng BB+, trong khi Moody's Ratings xếp hạng Ba2. Đáng chú ý, [Moody's gần đây đã nâng triển vọng tín nhiệm của Việt Nam từ "Ổn định" lên "Tích cực"](#), phản ánh đánh giá tích cực hơn về chất lượng thể chế, hiệu quả quản trị và triển vọng tài khóa trung hạn.

Về góc độ tài khóa, dư địa chính sách của Việt Nam vẫn tương đối thuận lợi so với nhiều quốc gia trong khu vực. Nợ Chính phủ ở mức khoảng 34% GDP tại thời điểm cuối năm 2025 (Biểu đồ 4), thấp hơn đáng kể so với [mức trần 50% GDP theo quy định của Quốc hội](#) và tương đối thấp so với các nền kinh tế châu Á khác. Đặc biệt, trong khi nợ Chính phủ của hầu hết các quốc gia trong khu vực tăng mạnh sau đại dịch, tỷ lệ nợ công của Việt Nam đã giảm xuống so với năm 2019, phản ánh công tác quản lý tài khóa thận trọng và tạo dư địa cho đầu tư công cũng như phát hành trái phiếu bổ sung khi cần thiết để hỗ trợ tăng trưởng.

Bảng 2: Các dự báo kinh tế quan trọng trong báo cáo này

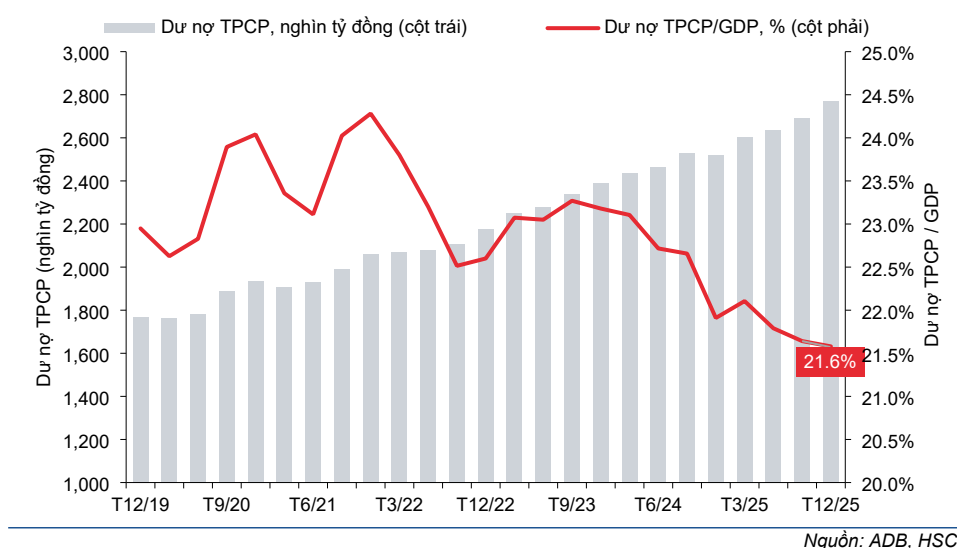
HSC đưa ra dự báo lãi suất cho năm 2028, với dự báo lãi suất liên ngân hàng qua đêm cuối năm duy trì ở mức 4%, thấp hơn mức lãi suất điều hành hiện tại là 4,5%, đồng thời kỳ vọng lợi suất TPCP sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong bối cảnh chính sách tài khóa mở rộng

	2025	2026F	2027F	2028F
Lãi suất LNH qua đêm (%)	1.8	4.0	4.0	4.0
Lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm (%)	3.3	4.2	4.3	4.4
Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm (%)	4.0	4.4	4.5	4.6

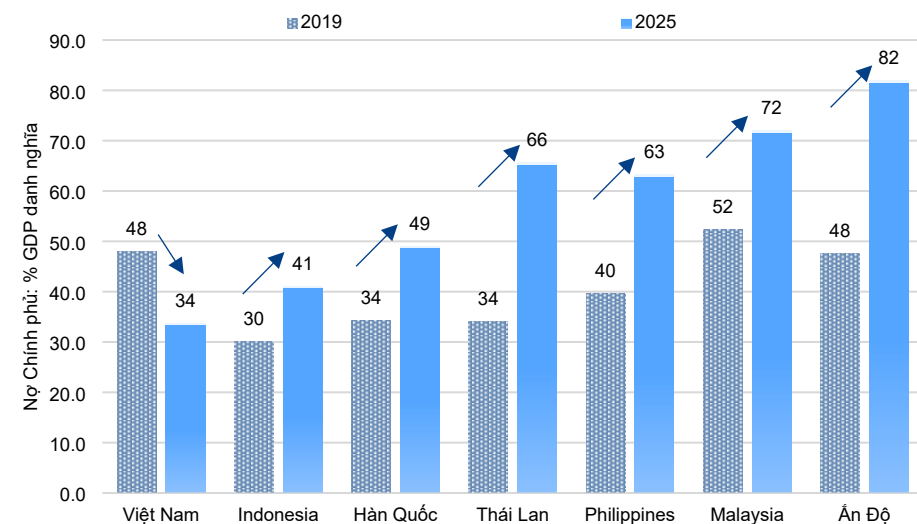
Ghi chú: Số liệu dự báo thể hiện số dự báo tại thời điểm cuối năm.
Nguồn: HSC

Biểu đồ 3: Quy mô thị trường TPCP tại Việt Nam

Quy mô thị trường TPCP của Việt Nam đạt 21,6% GDP vào cuối năm 2025, tăng 10% so với cùng kỳ, nhưng vẫn thấp đáng kể so với mục tiêu 33% GDP vào năm 2030 của Chính phủ

**Biểu đồ 4: Nợ Chính phủ toàn cầu: % GDP danh nghĩa**

Trong khi tỷ lệ nợ Chính phủ tăng mạnh tại hầu hết các nền kinh tế sau đại dịch, tỷ lệ nợ của Việt Nam lại giảm so với mức năm 2019, qua đó tạo thêm dư địa tài khóa



Ghi chú: Dữ liệu tính đến cuối năm 2025.
Nguồn: ADB, Trading economics, HSC

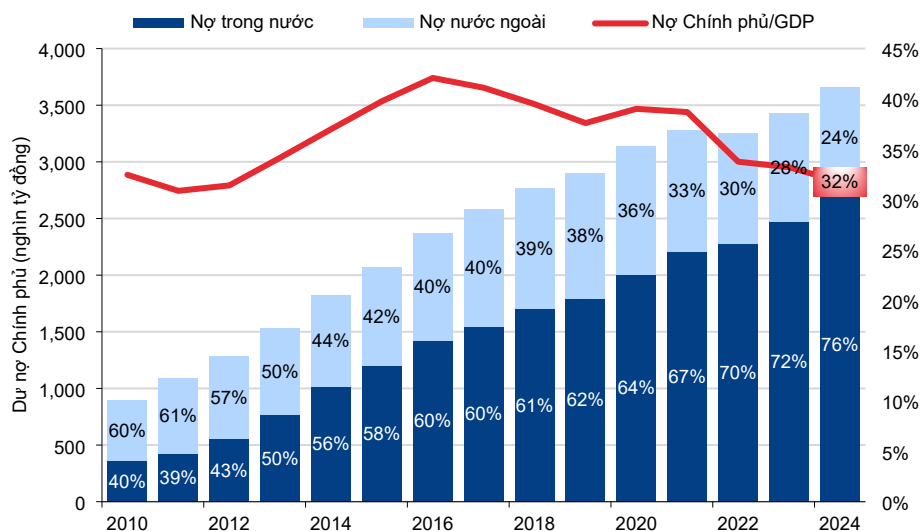
Bên cạnh quy mô nợ, cơ cấu nợ chính phủ của Việt Nam cũng đã cải thiện theo hướng bền vững hơn. Vay nợ trong nước chiếm 76% tổng dư nợ chính phủ, khẳng định vai trò trọng tâm của thị trường TPCP trong nước đối với chiến lược tài trợ ngân sách nhà nước (Biểu đồ 5). Tỷ trọng nợ bằng đồng nội tệ và vay nợ trong nước cao hơn giúp giảm phụ thuộc vào nguồn tài chính quốc tế, hạn chế rủi ro tỷ giá và tăng cường tính linh hoạt trong điều hành chính sách.

Song hành với sự mở rộng về quy mô thị trường, cơ sở NĐT trên thị trường TPCP Việt Nam cũng ngày càng ổn định và có định hướng dài hạn hơn. Các công ty bảo hiểm hiện là nhóm nắm giữ lớn nhất, chiếm khoảng 61% tổng giá trị TPCP đang lưu hành, trong khi các NHTM nắm giữ khoảng 38%; NĐT nước ngoài và các thành phần khác chỉ chiếm khoảng 1% (Biểu đồ 33 trong phần Phụ lục). Sự hiện diện ngày càng lớn của các NĐT tổ chức dài hạn, đặc biệt là các công ty bảo hiểm, đã giúp cải thiện

sự ổn định của thị trường trong các giai đoạn thanh khoản hệ thống ngân hàng biến động.

Biểu đồ 5: Cơ cấu nợ Chính phủ của Việt Nam

Nợ trong nước chiếm 76% tổng nợ chính phủ, giúp Việt Nam giảm thiểu rủi ro tỷ giá và các cú sốc từ bên ngoài, đồng thời nâng cao tính linh hoạt trong điều hành chính sách



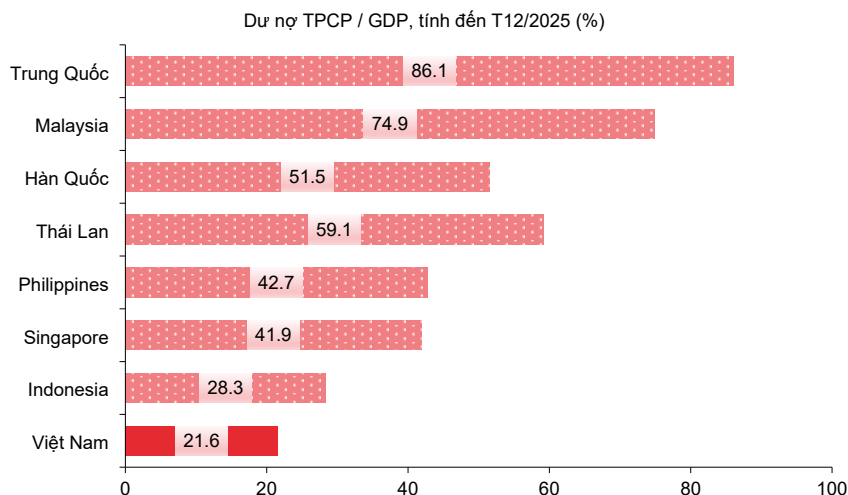
Nguồn: CEIC, HSC

Tuy nhiên, thị trường TPCP Việt Nam vẫn tương đối nhỏ so với nhiều quốc gia ASEAN và chưa phát triển tương xứng với nhu cầu tài chính dài hạn của nền kinh tế. Tỷ lệ TPCP đang lưu hành/GDP của Việt Nam hiện thấp hơn đáng kể so với Malaysia (75%), Thái Lan (59%) và Philippines (43%) (Biểu đồ 6). Cơ cấu kỳ hạn thị trường cũng chưa cân đối, với thanh khoản tập trung chủ yếu ở các kỳ hạn từ 10 năm trở xuống, trong khi trái phiếu kỳ hạn trên 10 năm vẫn chiếm tỷ trọng hạn chế trong tổng giá trị đang lưu hành (Biểu đồ 34 trong phần Phụ lục). Do đó, đường cong lợi suất ở phân khúc kỳ hạn dài vẫn chưa đủ sâu để đóng vai trò là chuẩn tham chiếu định giá hiệu quả cho các dự án hạ tầng quy mô lớn và các tài sản tài chính có thời hạn dài.

Ngoài ra, cơ sở NĐT vẫn tương đối thiếu đa dạng. Sự tham gia của các quỹ hưu trí, quỹ đầu tư dài hạn, CTCK và NĐT nước ngoài vẫn khiêm tốn so với các thị trường phát triển hơn trong khu vực, từ đó hạn chế thanh khoản thị trường thứ cấp và chiều sâu thị trường trong các giai đoạn biến động cao.

Biểu đồ 6: Dự nợ TPCP: Việt Nam và các quốc gia khác

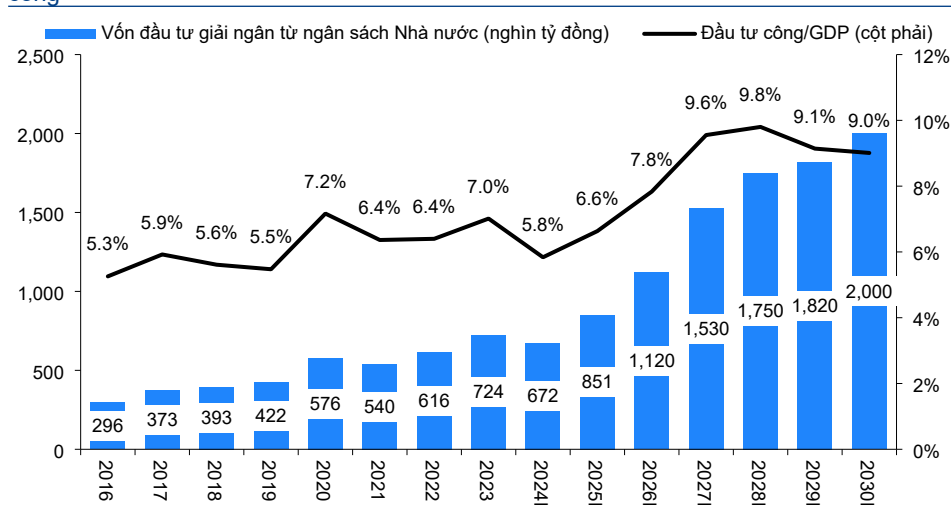
Tỷ lệ dự nợ TPCP/GDP của Việt Nam vẫn thấp hơn đáng kể so với các quốc gia châu Á trong khu vực, cho thấy dư địa lớn để tiếp tục phát triển thị trường



Nguồn: ADB, HSC

Biểu đồ 7: Đầu tư sử dụng ngân sách Chính phủ

Kế hoạch đầu tư công trung hạn của Việt Nam giai đoạn 2026-2030 được dự báo đạt 8,22 triệu tỷ đồng (313 tỷ USD), tương đương khoảng 2,7 lần mức thực hiện trong giai đoạn 2021-2025, qua đó cho thấy vai trò ngày càng lớn của TPCP trong việc tài trợ cho đầu tư công



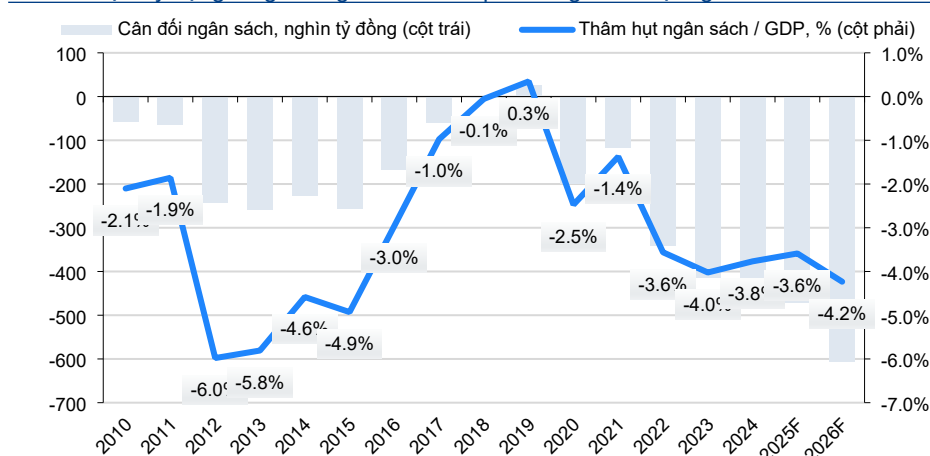
Nguồn: HSC

Nhìn về trung hạn, [kế hoạch đầu tư công trung hạn giai đoạn 2026-2030 của Việt Nam ước tính đạt 8,22 triệu tỷ đồng](#), tăng khoảng 2,7 lần so với thực hiện trong giai đoạn 2021-2025 và chiếm khoảng 20-22% tổng đầu tư xã hội trong cùng giai đoạn (Biểu đồ 7). Đồng thời, mục tiêu tăng trưởng hai chữ số đầy tham vọng của Chính phủ sẽ đòi hỏi huy động vốn đáng kể cho phát triển hạ tầng, đặc biệt là lĩnh vực giao thông vận tải. Từ đó, việc tiếp tục phát triển chiều sâu thị trường TPCP sẽ ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc huy động nguồn vốn trung và dài hạn phục vụ nhu cầu đầu tư công. Cụ thể, dựa trên [kế hoạch thâm hụt tài khóa năm 2026 ở mức 605 nghìn tỷ đồng theo Nghị quyết 245/2025/QH15](#), KBNN đã đặt mục tiêu phát hành 500 nghìn tỷ đồng TPCP để bù đắp phần vốn thiếu hụt (Biểu đồ 8).

Tại một cuộc họp chính sách vào cuối tháng 4, Phó Thủ tướng Lê Minh Hưng đã giao Bộ Xây dựng và Bộ Tài chính nghiên cứu, đề xuất cơ chế thu hút nguồn vốn trong và ngoài nước cho phát triển hạ tầng, đặc biệt là hạ tầng giao thông. Trong đó bao gồm nghiên cứu [phát hành TPCP kỳ hạn 15-30 năm hướng đến các NĐT tổ chức nước ngoài và gắn với các dự án hạ tầng cụ thể](#). Cách tiếp cận này được kỳ vọng sẽ đa dạng hóa kênh huy động vốn, giảm bớt áp lực lên ngân sách nhà nước và phù hợp hơn với thời gian hoàn vốn dài của các dự án đầu tư hạ tầng quy mô lớn.

Biểu đồ 8: Tỷ lệ thâm hụt ngân sách/GDP

Với mức thâm hụt ngân sách dự kiến là gần 606 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, phát hành TPCP được kỳ vọng sẽ gia tăng nhằm bù đắp khoảng thiếu hụt nguồn vốn



Nguồn: Nghị quyết số 245/2025/QH15, Bộ Tài chính, HSC

Thị trường sơ cấp

Hoạt động phát hành TPCP trong tháng 4/2026 cải thiện rõ rệt với tổng giá trị đầu thầu thành công đạt 45,5 nghìn tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ và tăng 2,3 lần so với tháng trước (Biểu đồ 9). Đây đồng thời là mức phát hành theo tháng cao nhất kể từ đầu năm. Phát hành tháng 4 không chỉ vượt mục tiêu hàng tháng của KBNN (45 nghìn tỷ đồng) mà còn hoàn thành 41% [kế hoạch phát hành Q2/2026 \(110 nghìn tỷ đồng\)](#). Phát hành tăng tốc cho thấy KBNN đang đẩy nhanh huy động vốn trong bối cảnh tốc độ giải ngân đầu tư công tăng tốc kể từ Q2.

Phát hành tiếp tục tập trung mạnh vào kỳ hạn 10 năm, chiếm 92% tổng giá trị phát hành, tương đương khoảng 41,9 nghìn tỷ đồng, tăng 36% so với cùng kỳ và tăng 116% so với tháng trước (Biểu đồ 9). Trong khi đó, phát hành ở các kỳ hạn khác vẫn hạn chế, trong đó kỳ hạn 5 năm đạt 2,6 nghìn tỷ đồng, kỳ hạn 15 năm đạt 1,2 nghìn tỷ đồng và kỳ hạn 30 năm đạt 30 tỷ đồng. Điều này cho thấy nhu cầu thị trường vẫn tập trung chủ yếu vào các kỳ hạn trung và dài hạn có thanh khoản cao, trong khi khẩu vị của NĐT với các kỳ hạn dài hơn vẫn thận trọng trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mức cao.

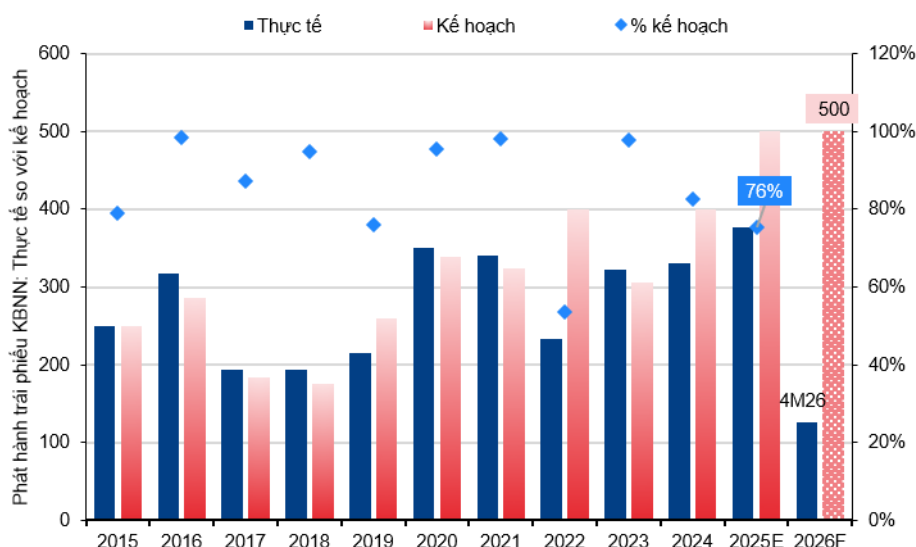
Đối với kế hoạch phát hành tháng 5, KBNN đặt mục tiêu phát hành 40 nghìn tỷ đồng TPCP, thấp hơn một chút so với tháng 4 (45 nghìn tỷ đồng). Nếu hoàn thành toàn bộ kế hoạch, tổng phát hành Q2 sẽ hoàn thành 80% mục tiêu phát hành cả quý.

Lũy kế, tổng giá trị TPCP phát hành 4 tháng đầu năm 2026 đạt 125,6 nghìn tỷ đồng, giảm 18% so với cùng kỳ và tương đương 25% kế hoạch phát hành cả năm (500 nghìn tỷ đồng) (Biểu đồ 9-12). Tiến độ phát hành hiện vẫn thấp hơn cùng kỳ năm trước (hoàn thành khoảng 31% mục tiêu cả năm), một phần phản ánh tâm lý thận trọng của cả bên phát hành lẫn NĐT trong môi trường lãi suất tăng. Tuy nhiên, kết quả này vẫn cho thấy nỗ lực đáng kể của KBNN trong việc duy trì hoạt động huy động vốn ổn định bất chấp biến động liên tục trên thị trường tài chính toàn cầu và trong nước.

Đáng chú ý, cơ cấu phát hành ngày càng tập trung vào kỳ hạn 10 năm, chiếm tới 96% tổng giá trị phát hành trong 4 tháng đầu năm 2026, mặc dù giá trị giảm nhẹ 9% so với cùng kỳ. Ngược lại, các kỳ hạn khác ghi nhận nhu cầu đặt thầu rất hạn chế hoặc không có giao dịch thành công.

Biểu đồ 9: Phát hành trái phiếu Kho bạc Nhà nước: Thực tế so với kế hoạch

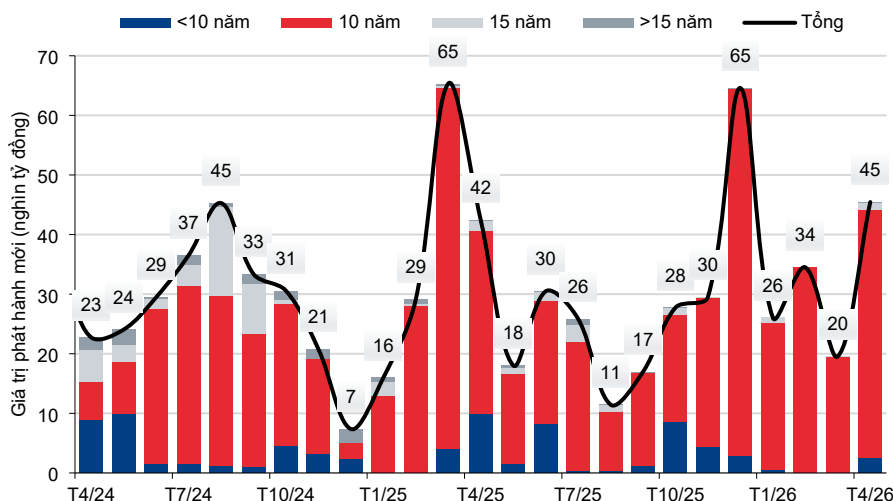
Tổng giá trị TPCP phát hành trong 4 tháng đầu năm 2026 hoàn thành 25% kế hoạch phát hành cả năm, chậm hơn một chút so với tiến độ ghi nhận trong cùng kỳ năm trước



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 10: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo kỳ hạn

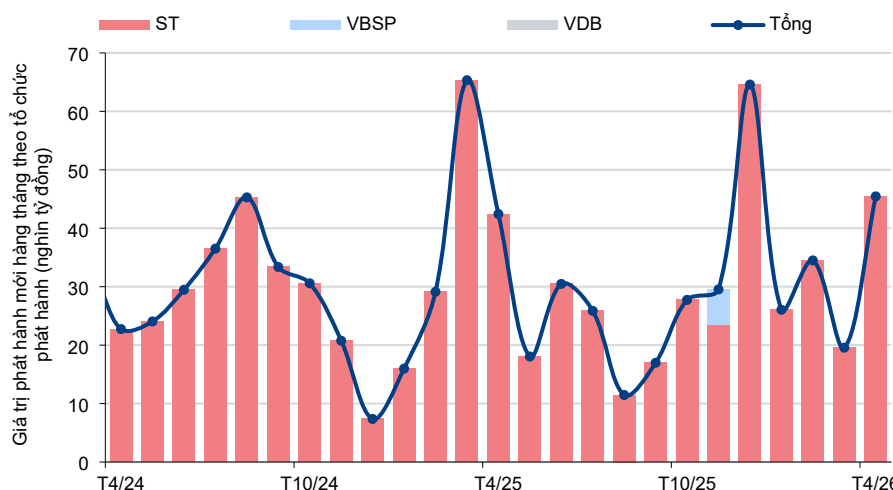
Giá trị phát hành trong tháng 4 phục hồi mạnh, tăng 7% so với cùng kỳ và gấp 2,3 lần so với tháng trước, đạt 41% mục tiêu phát hành của Q2



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 11: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo tổ chức phát hành

Toàn bộ lượng trái phiếu Chính phủ trong 4 tháng đầu năm 2026 đều được phát hành bởi Kho bạc Nhà nước



Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 12: TPCP năm 2026: Phát hành thực tế so với kế hoạch

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

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q2/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T4/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q2/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q2/26	% kế hoạch 2026
3 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		20.0	2.6	2.6	3.2	13%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		68.0	41.7	41.7	120.2	61%	
15 năm		14.0	1.2	1.2	2.2	9%	
20 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
30 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	2%	
Tổng	500.0	110.0	45.5	45.5	125.6	41%	25%

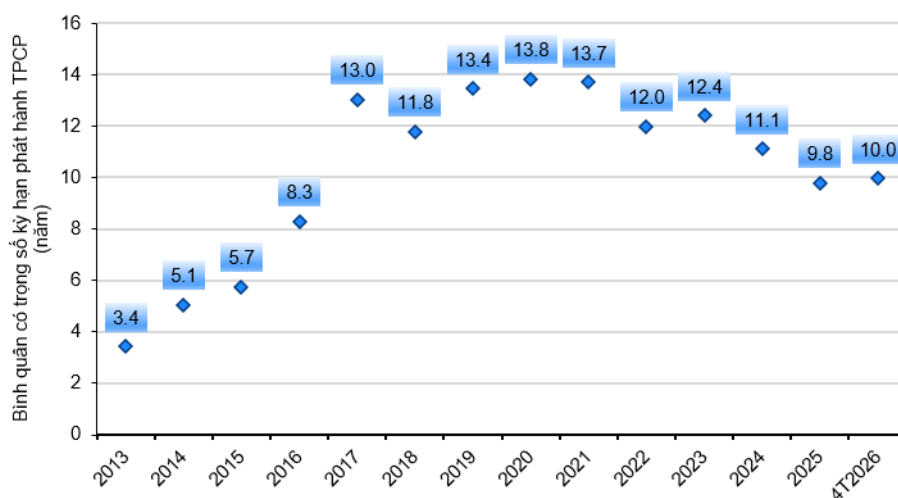
Nguồn: VBMA, HSC

Trong khi đó, kỳ hạn phát hành bình quân vẫn duy trì ở mức cao. Kỳ hạn bình quân gia quyền của TPCP phát hành trong 4 tháng đầu năm 2026 đạt 9,9 năm, cao hơn một chút so với bình quân năm 2025 là 9,8 năm và vẫn nằm trong mục tiêu 9-11 năm của Quốc hội (Biểu đồ 13). Điều này cho thấy Chính phủ tiếp tục nhất quán theo đuổi chiến lược kéo dài kỳ hạn nợ công nhằm giảm áp lực tái cấp vốn trong trung và dài hạn.

Mặt khác, chi phí huy động vốn tiếp tục chịu áp lực tăng rõ rệt. Trong tháng 4, lợi suất trúng thầu bình quân trên thị trường sơ cấp tăng lên khoảng 4,2% với lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng 113-154 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 3-25 điểm cơ bản so với tháng trước. Tại thời điểm cuối tháng 4, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm đã tăng lên lần lượt 3,8%, 4,14%, 4,24% và 4,45% (Biểu đồ 14). Xu hướng tăng của lợi suất phản ánh nhu cầu bù đắp rủi ro ngày càng cao của NĐT trong bối cảnh áp lực lạm phát kéo dài, biến động tỷ giá và lợi suất toàn cầu vẫn ở mức cao.

Biểu đồ 13: Bình quân có trọng số kỳ hạn phát hành của TPCP

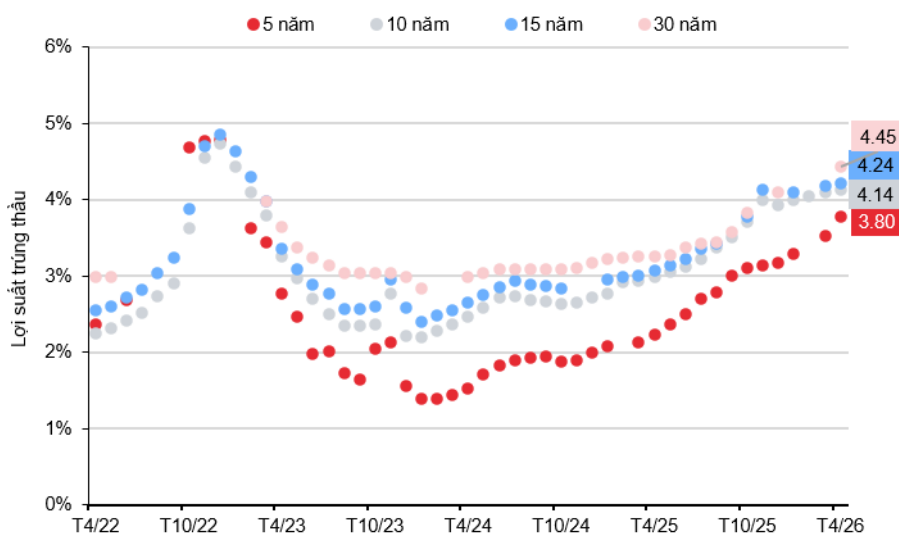
Trong 4 tháng đầu năm 2026, kỳ hạn phát hành bình quân là 10 năm, phù hợp với mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 14: 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 4 và hiện chỉ còn cách mức đỉnh cuối năm 2022 khoảng 100 điểm cơ bản

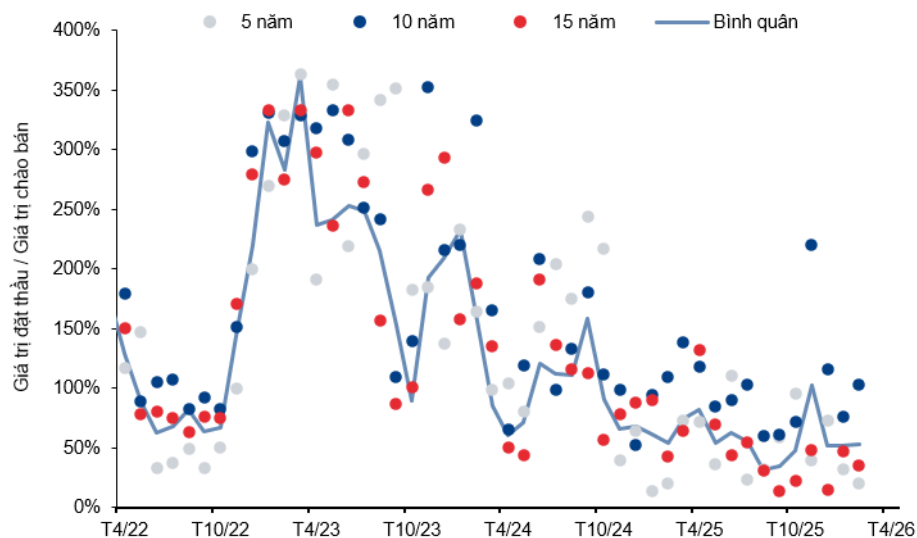


Nguồn: VBMA, HSC

Dù vậy, các chỉ báo đấu thầu đã cho thấy tín hiệu cải thiện nhẹ trong tháng 4. Tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu tăng lên khoảng 50% từ 40% trong tháng trước, trong khi tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 56% từ 36% (Biểu đồ 15-16). Tuy nhiên, cả hai chỉ số này nhìn chung vẫn duy trì ở mức tương đối thấp, phần lớn do KBNN tiếp tục từ chối các lệnh đặt thầu ở mức lợi suất cao nhằm kiểm soát chi phí vay ở mức hợp lý cho ngân sách nhà nước. Trong khi đó, NĐT trong nước đang yêu cầu mức lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro lạm phát, thanh khoản hệ thống thắt chặt và kỳ vọng lãi suất có thể duy trì ở mức cao trong thời gian dài hơn. Cuộc giằng co này nhiều khả năng sẽ kéo dài trong các quý tới và có thể tiếp tục gây áp lực tăng lên lợi suất TPCP, đặc biệt là nếu nhu cầu phát hành tăng tốc cùng với tiến độ giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh trong nửa cuối năm.

Biểu đồ 15: TPCP: Tỷ lệ đặt thầu trên khối lượng gọi thầu (bid-to-cover)

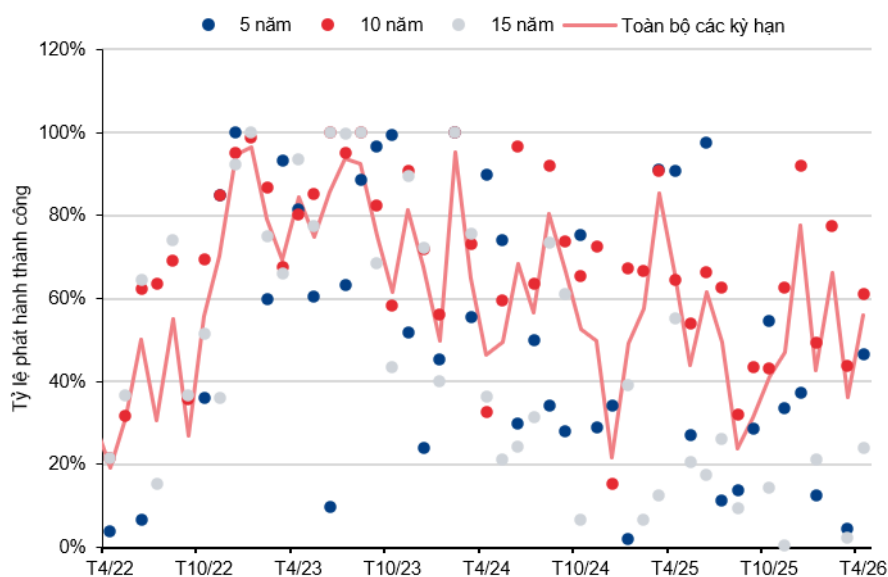
Tỷ lệ bid-to-cover tăng lên 50% trong tháng 4 (so với mức 40% trong tháng trước), cho thấy nhà đầu tư vẫn tiếp tục yêu cầu mức lợi suất cao hơn



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 16: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 56% từ mức 36%, trong đó phần lớn khối lượng phát hành thành công có kỳ hạn 10 năm



Nguồn: VBMA, HSC

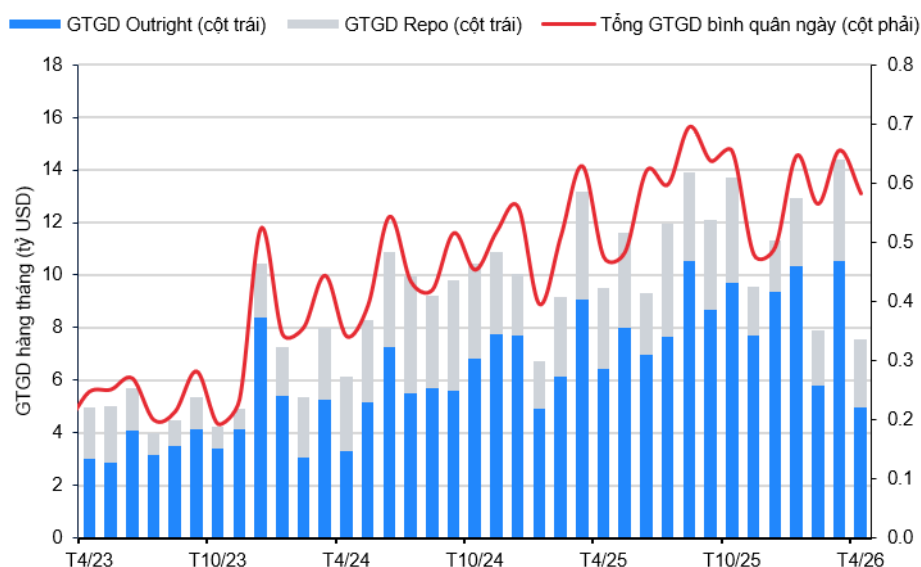
Thị trường thứ cấp

Trên thị trường thứ cấp, thanh khoản TPCP suy yếu trong tháng 4 khi tâm lý NĐT trở nên thận trọng hơn trong bối cảnh lợi suất gia tăng và biến động trên thị trường tài chính toàn cầu tiếp diễn. Tổng giá trị giao dịch trong tháng đạt 7,6 tỷ USD (199,5 nghìn tỷ đồng), giảm 20% so với cùng kỳ và giảm 47% so với tháng trước. Giao dịch outright tiếp tục chiếm ưu thế, chiếm khoảng 65% tổng giá trị giao dịch, trong khi giao dịch repo chiếm phần còn lại (Biểu đồ 17).

Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 580 triệu USD (15,3 nghìn tỷ đồng), tăng 23% so với cùng kỳ nhưng giảm 11% so với tháng trước, phản ánh hoạt động giao dịch hạ nhiệt khi các bên tham gia thị trường ngày càng thận trọng hơn. Sự giảm tốc này cho thấy thanh khoản thị trường thứ cấp đang trở nên chọn lọc hơn khi lợi suất vẫn ở mức cao và kỳ vọng lãi suất chưa hoàn toàn ổn định. Trong môi trường này, NĐT đang chờ đợi các tín hiệu rõ ràng hơn từ cả điều kiện lãi suất trong nước lẫn toàn cầu trước khi tăng khẩu vị rủi ro.

Biểu đồ 17: GTGD hàng tháng & thanh khoản bình quân ngày

Hoạt động trên thị trường thứ cấp suy yếu trong tháng 4, với thanh khoản bình quân ngày tăng 23% so với cùng kỳ nhưng giảm 11% so với tháng trước, phản ánh tâm lý thận trọng hơn của NĐT



Nguồn: CEIC, HSC

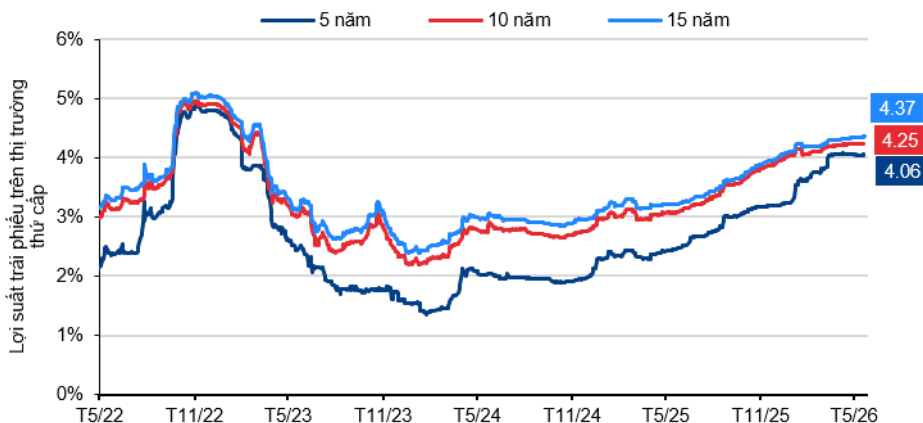
Đáng chú ý, đà tăng lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp có dấu hiệu hạ nhiệt trong tháng 4, mặc dù xu hướng tổng thể vẫn tăng, phù hợp với diễn biến trên thị trường sơ cấp. Lợi suất ở các kỳ hạn tăng khoảng 104-136 điểm cơ bản so với cùng kỳ nhưng chỉ tăng không đáng kể 1-8 điểm cơ bản so với tháng trước. Tại thời điểm cuối tháng 4, lợi suất thị trường thứ cấp kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt ở mức 4,1%, 4,2% và 4,3% (Biểu đồ 18-19).

Bước sang 21 ngày đầu tháng 5, lợi suất nhìn chung đi ngang sau khi tăng mạnh kể từ cuối năm 2023. Lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm tương đối ổn định ở mức 4,1% và 4,2%, cũng cố [dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm 2026 lần lượt ở mức 4,2% cho kỳ hạn 5 năm và 4,4% cho kỳ hạn 10 năm](#). Thời gian tới, chúng tôi giữ nguyên [dự báo lợi suất năm 2027 ở mức 4,3% cho kỳ hạn 5 năm và 4,5% cho kỳ hạn 10 năm](#), cả hai đều thấp hơn một chút so với lãi suất điều hành hiện hành là 4,5% (Biểu đồ 20). Ngoài ra, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi suất TPCP sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong bối cảnh chính sách tài khóa tiếp tục mở rộng, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm được dự báo lần lượt ở mức 4,4% và 4,6% (Biểu đồ 2).

Tuy nhiên, rủi ro tăng đối với lợi suất vẫn chưa hoàn toàn biến mất, khi dư địa nói lỏng tiền tệ tiếp tục thu hẹp trong khi thanh khoản hệ thống ngân hàng tương đối thắt chặt so với các giai đoạn trước, khiến lãi suất thị trường tăng dần trở lại.

Biểu đồ 18: Biến động lợi suất TPCP

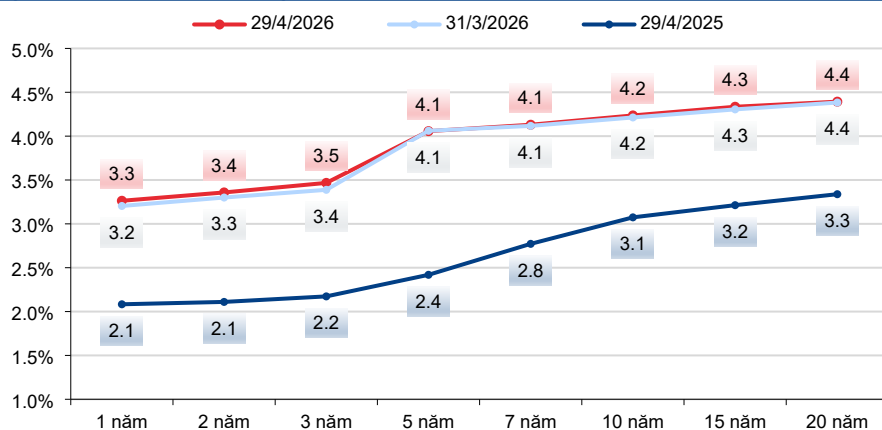
Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng trong tháng 4, bám sát đà tăng của lợi suất trên thị trường sơ cấp, qua đó nổi dài xu hướng tăng kể từ tháng 4/2025



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 21/5/2026.
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 19: Đường cong lợi suất TPCP

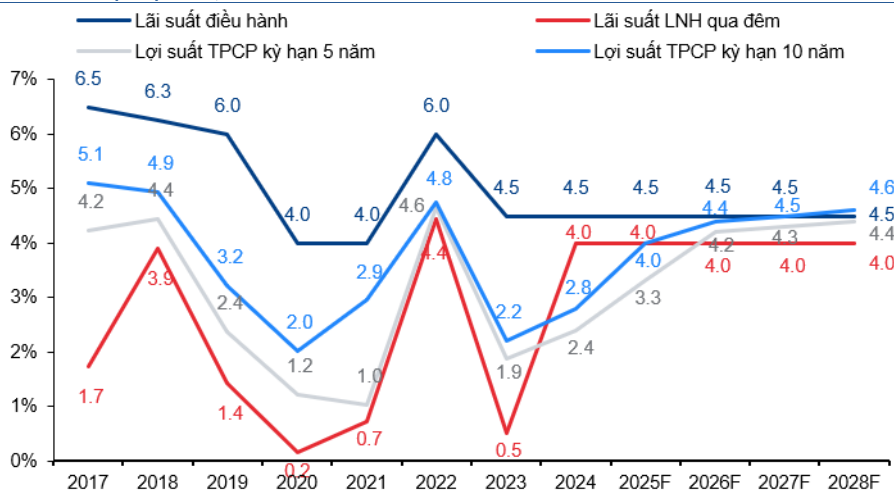
Lợi suất TPCP tại tất cả các kỳ hạn tăng hơn 100 điểm cơ bản so với cùng kỳ dù tốc độ tăng đã chậm lại so với tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 20: Đường cong lợi suất TPCP

Lợi suất TPCP trong nước tiếp tục chịu áp lực tăng, với lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm được dự báo lần lượt đạt 4,2% và 4,4% vào cuối năm 2026, vẫn thấp hơn mức lãi suất điều hành hiện tại là 4,5%



Nguồn: HSC

Xu hướng tăng của lợi suất không phải hiện tượng đơn lẻ mà có thể quan sát từ các xu hướng tương tự trên toàn cầu. Trên thị trường quốc tế, [lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm đã tăng lên khoảng 4,6%](#), mức cao nhất kể từ tháng 1/2025 và ở ngưỡng trên của biên độ dao động kể từ cuộc Khủng hoảng Tài chính Toàn cầu (Biểu đồ 23).

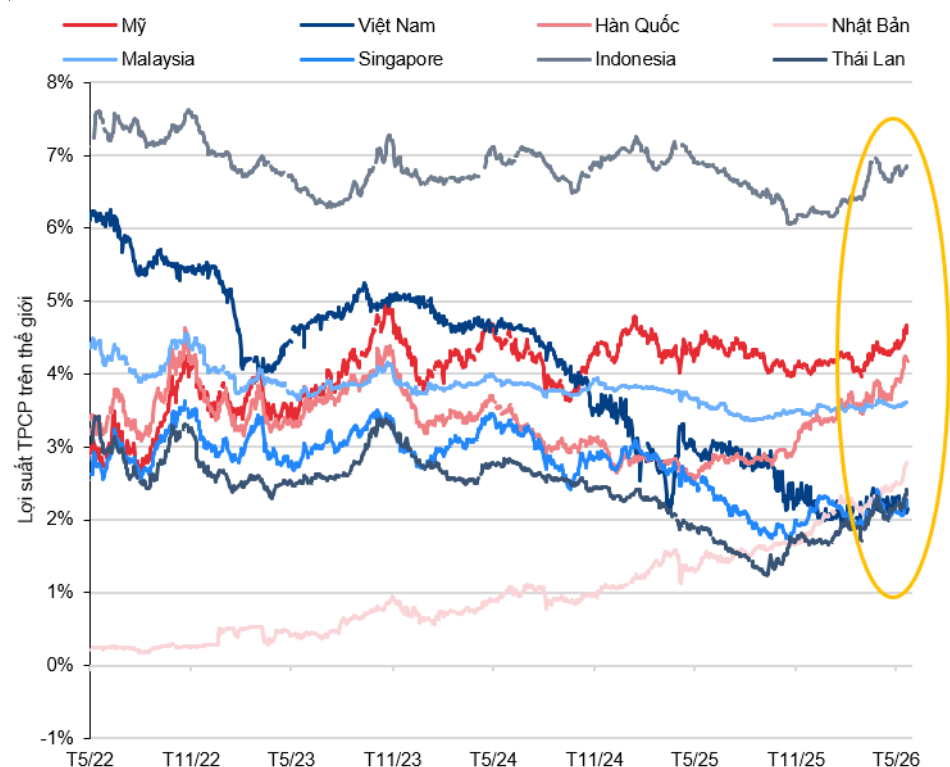
Diễn biến này chủ yếu xuất phát từ lo ngại lạm phát quay trở lại trong bối cảnh giá năng lượng neo cao và căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông kéo dài. Rủi ro gián đoạn nguồn cung tại eo biển Hormuz đã giữ giá dầu ở mức cao, làm trầm trọng thêm áp lực lạm phát toàn cầu và buộc thị trường phải đánh giá lại triển vọng chính sách tiền tệ của Mỹ. Đáng chú ý, NĐT ngày càng định giá theo kịch bản lãi suất "cao trong thời gian dài", khi công cụ [FedWatch của CME Group](#) thậm chí đang phản ánh kỳ vọng về khả năng Fed nâng lãi suất vào đầu năm 2027. Theo đó, NĐT yêu cầu phần bù kỳ hạn cao hơn để bù đắp rủi ro lạm phát và thâm hụt tài khóa ngày càng mở rộng, đẩy lợi suất TPCP dài hạn tăng cao.

Áp lực bán cũng đã lan sang các thị trường trái phiếu lớn khác. [Tại Nhật Bản, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm đã tăng](#) lên mức cao nhất kể từ năm 1997 trong bối cảnh lo ngại lạm phát gia tăng và kỳ vọng chính phủ tiềm năng do bà Sanae Takaichi lãnh đạo có thể triển khai thêm các biện pháp kích thích tài khóa để giảm nhẹ tác động của giá năng lượng tăng cao đối với các hộ gia đình.

Nhìn rộng hơn, thị trường trái phiếu toàn cầu đang bước vào giai đoạn điều chỉnh rõ rệt khi NĐT ngày càng lo ngại về giá năng lượng tăng cao khiến lạm phát duy trì ở mức cao và áp lực tài khóa leo thang tại các nền kinh tế lớn. Điều này đã khiến lợi suất toàn cầu gia tăng trên diện rộng và tạo ra môi trường kém thuận lợi hơn cho các thị trường trái phiếu mới nổi, trong đó có Việt Nam (Biểu đồ 21-22).

Biểu đồ 21: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tại một số nền kinh tế chính

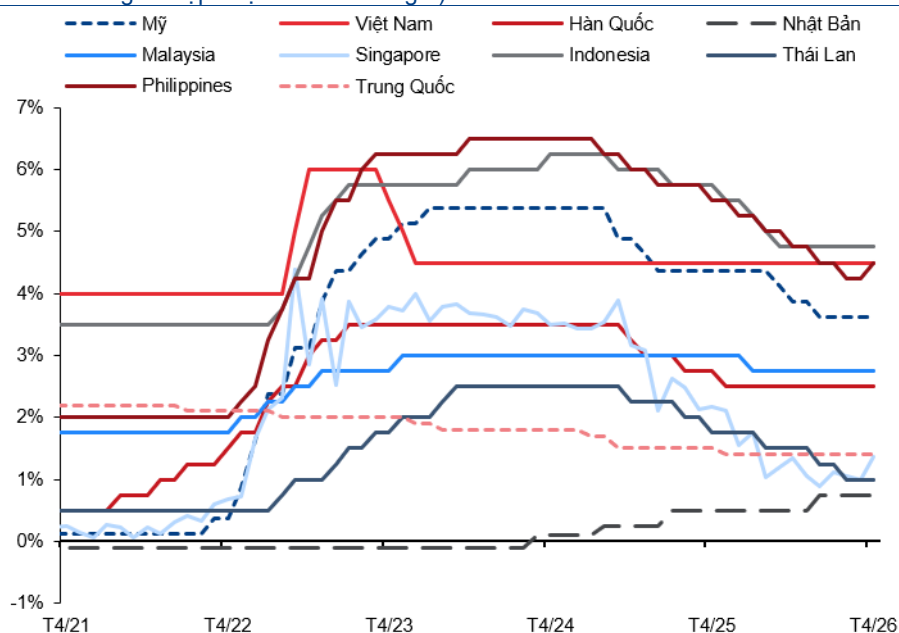
Lợi suất TPCP tại các nền kinh tế lớn tiếp tục tăng nhẹ trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị leo thang, cùng với lo ngại về tính bền vững của chính sách tài khóa và rủi ro lạm phát



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 22: Lãi suất điều hành tại một số nền kinh tế chính

Lãi suất điều hành tại phần lớn các nền kinh tế tiếp tục được giữ nguyên, tuy nhiên Philippines, Singapore đã tăng lãi suất và gần đây nhất là Indonesia vào giữa tháng 5 (dữ liệu của chúng tôi cập nhật đến hết tháng 4)

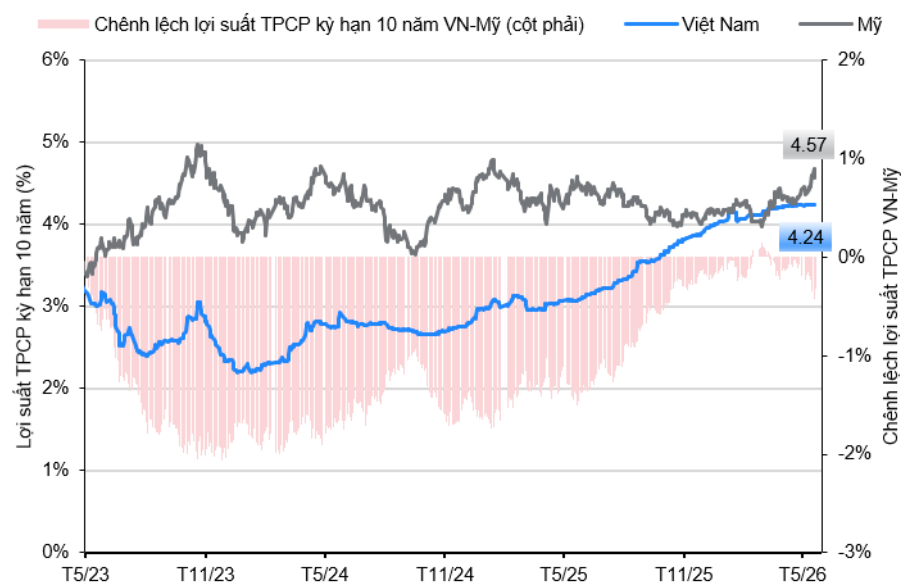


Nguồn: VBMA, HSC

Trong nước, áp lực bên ngoài cũng ngày càng thể hiện rõ hơn qua dòng vốn của khối ngoại. Trong tháng 4, khối ngoại bán ròng gần 18 triệu USD (471,5 tỷ đồng) TPCP Việt Nam, sau khi mua ròng nhẹ khoảng 3,3 triệu USD trong tháng trước. Lũy kế, khối ngoại bán ròng khoảng 130 triệu USD (3,4 nghìn tỷ đồng) trong 4 tháng đầu năm 2026, so với mua ròng 67 triệu USD cùng kỳ năm ngoái. Sự đảo chiều này phản ánh tâm lý thận trọng ngày càng tăng của khối ngoại trước những lo ngại về lạm phát, rủi ro tỷ giá và lợi suất trái phiếu toàn cầu duy trì ở mức cao (Biểu đồ 24).

Biểu đồ 23: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam và Mỹ

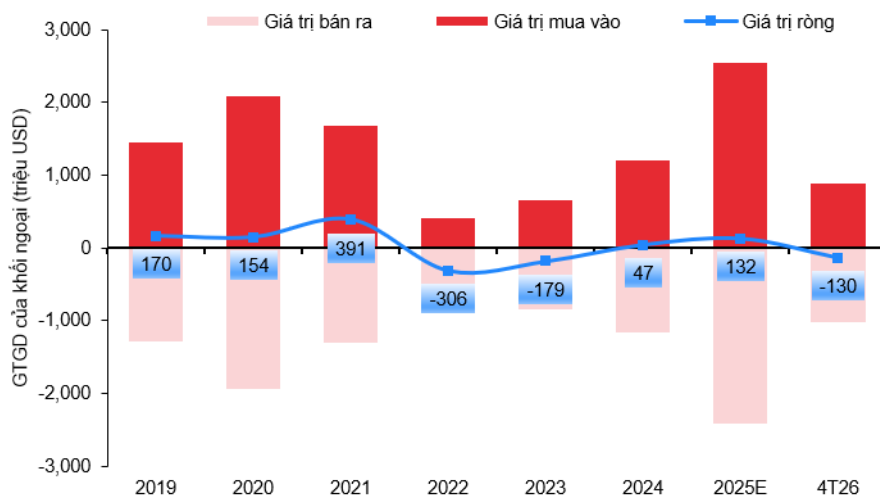
Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam – Mỹ tiếp tục mở rộng đến giữa tháng 5 sau khi lợi suất trái phiếu Kho bạc Mỹ tăng mạnh



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/5.
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 24: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên thị trường thứ cấp

Khối ngoại bán ròng 130 triệu USD trong 4 tháng đầu năm 2026, đảo chiều từ mua ròng 67 triệu USD cùng kỳ năm trước



Nguồn: CEIC, HSC

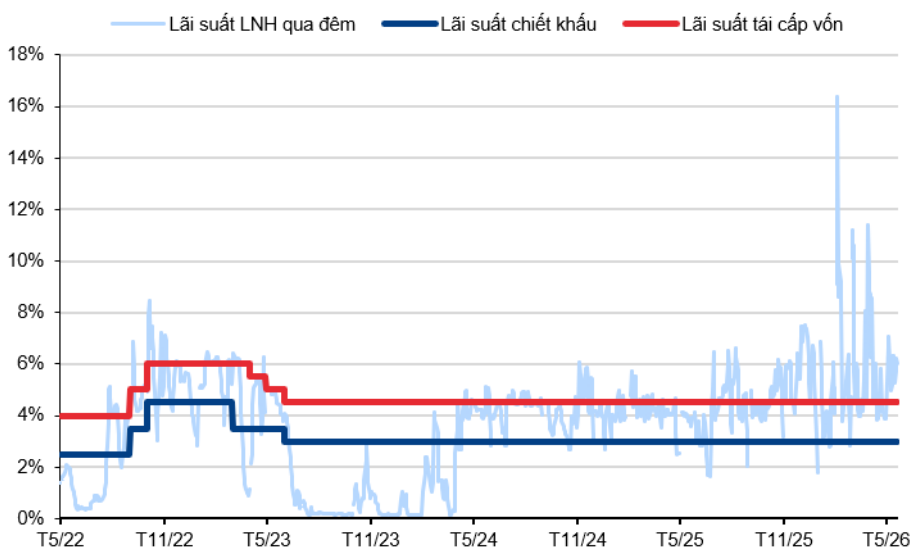
Thị trường liên ngân hàng và thị trường OMO

Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất hạ nhiệt đáng kể trong tháng 4 sau khi tăng đột biến vào cuối tháng 3, nhờ áp lực thanh khoản trong hệ thống ngân hàng tạm thời hạ nhiệt. Sự điều chỉnh này một phần phản ánh chỉ đạo của [Chính phủ nhằm ổn định lãi suất huy động và cho vay, cùng với việc NHNN sử dụng thị trường OMO chủ động và thường xuyên hơn](#) để giảm thiểu tình trạng thiếu hụt nguồn vốn ngắn hạn và hạn chế biến động quá mức trên thị trường LNH.

Từ đó, tại thời điểm cuối tháng 4, lãi suất cho vay qua đêm LNH đã giảm mạnh khoảng 570 điểm cơ bản xuống 3,9%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm lần lượt 35 điểm cơ bản và 131 điểm cơ bản so với tháng trước, xuống lần lượt 6,7% và 7%. Mặc dù đã giảm mạnh, lãi suất LNH vẫn duy trì ở mức cao so với quá khứ, cho thấy điều kiện thanh khoản cơ bản trong hệ thống ngân hàng chưa hoàn toàn ổn định trước áp lực liên tục từ tăng trưởng tín dụng cao (Biểu đồ 25-26).

Biểu đồ 25: Lãi suất LNH qua đêm

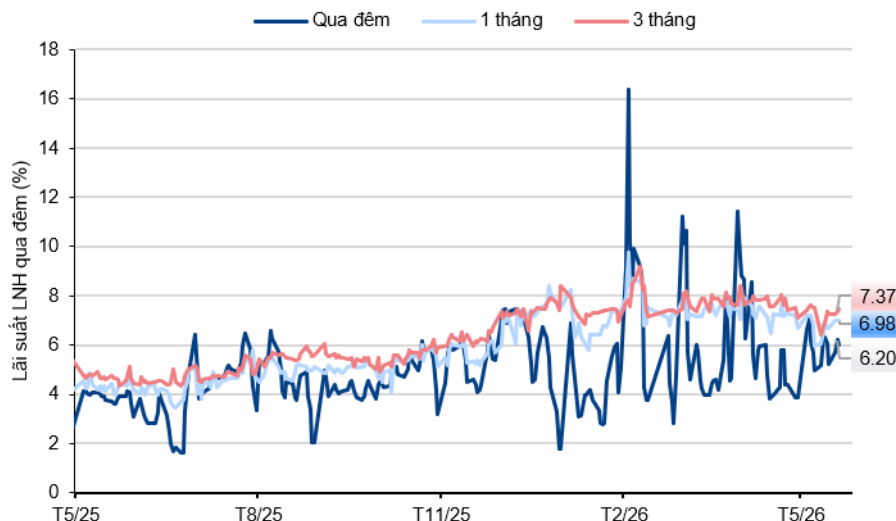
Lãi suất LNH qua đêm tiếp tục biến động mạnh kể từ đầu năm đến nay, phản ánh áp lực thanh khoản mang tính định kỳ trong hệ thống ngân hàng



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/5.
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Biểu đồ 26: Lãi suất LNH qua đêm (%/năm)

Lãi suất LNH qua đêm hiện đang dao động trong biên độ 5-7% sau khi tăng mạnh lên mức 11% hồi cuối tháng 3



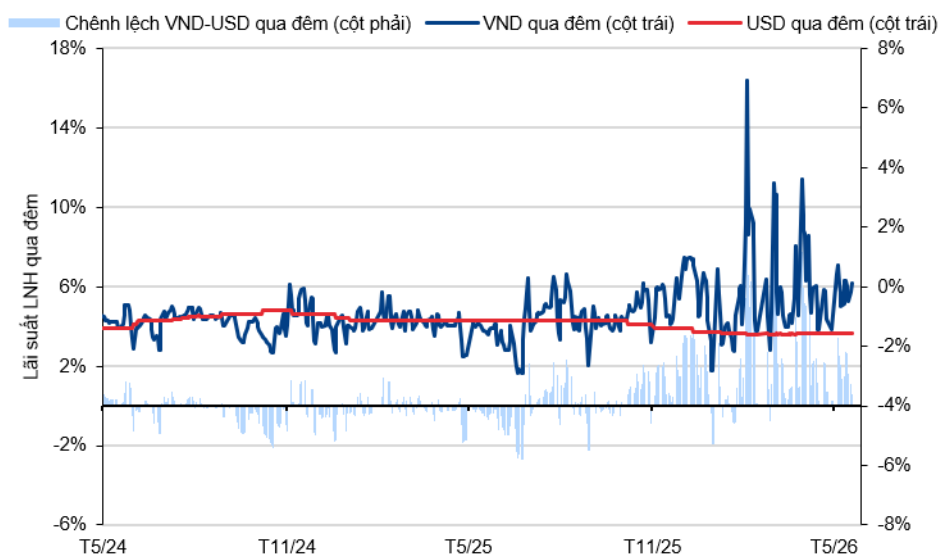
Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/5
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Thanh khoản thị trường cũng cải thiện rõ ràng về giá trị giao dịch. Tổng giá trị giao dịch liên ngân hàng trong tháng 4 đạt 32,6 tỷ USD (859 nghìn tỷ đồng), tăng 67% so với cùng kỳ. Giao dịch qua đêm tiếp tục chiếm ưu thế, chiếm khoảng 86% tổng giá trị giao dịch, phản ánh nhu cầu vốn ngắn hạn mạnh mẽ và dai dẳng trong hệ thống ngân hàng (Biểu đồ 27-29).

Lãi suất LNH hạ nhiệt trong tháng 4 một phần nhờ lượng thanh khoản bơm vào từ NHNN thông qua thị trường OMO. Trong tháng, NHNN đã bơm khoảng 350,1 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay, trong khi 300,6 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng nhẹ khoảng 19,5 nghìn tỷ đồng vào hệ thống ngân hàng. Lãi suất OMO được duy trì ở mức 4,5% với kỳ hạn từ 7 đến 56 ngày. Trong khi đó, hoạt động phát hành tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025, phát đi tín hiệu rằng cơ quan điều hành tiếp tục ưu tiên hỗ trợ thanh khoản thay vì rút thanh khoản (Biểu đồ 30-32).

Biểu đồ 27: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

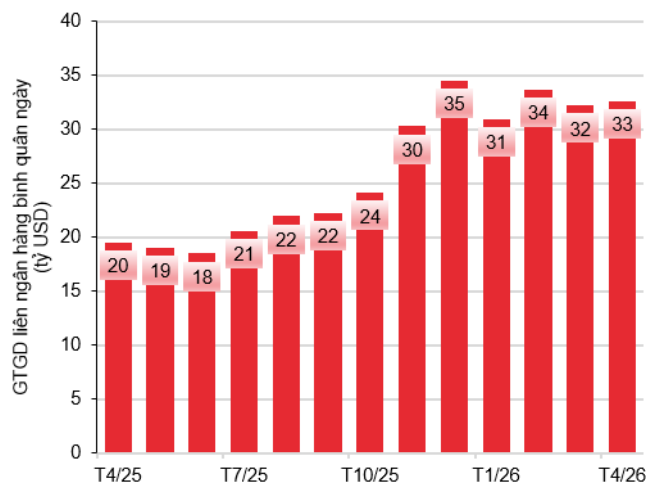
Chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm nói rộng do lãi suất qua đêm VND tăng lên mức cao



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 28: Thanh khoản LNH hàng tháng

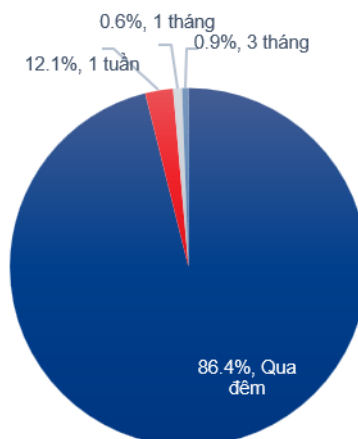
Trong tháng 4, GTGD liên ngân hàng tăng 67% so với cùng kỳ...



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 29: GTGD liên ngân hàng theo kỳ hạn (%)

... trong đó các giao dịch qua đêm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn, tương đương 86% tổng khối lượng giao dịch



Nguồn: CEIC, HSC

Tuy nhiên, điều kiện thanh khoản có dấu hiệu thắt chặt trở lại trong nửa đầu tháng 5, khi lãi suất cho vay qua đêm LNH phục hồi lên vùng 5-7% trong bối cảnh NHNN rút ròng trở lại qua thị trường OMO. Trong 21 ngày đầu tháng 5, NHNN bơm 107 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, trong khi đáo hạn 125 nghìn tỷ đồng, tương đương rút ròng khoảng 18 nghìn tỷ đồng.

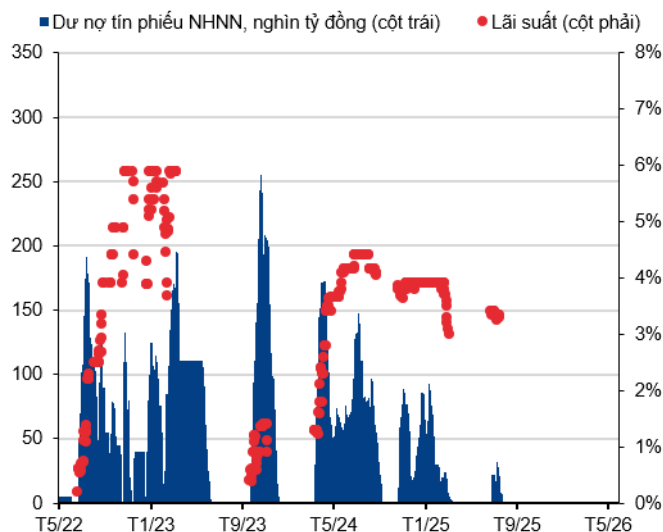
Lũy kế kể từ đầu năm đến ngày 21/5/2026, NHNN đã rút ròng 117,6 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, trong đó tổng đáo hạn đạt 1.530 nghìn tỷ đồng so với bơm thanh khoản khoảng 1.412 nghìn tỷ đồng. Từ đó, dư nợ trên thị trường OMO giảm đáng kể xuống khoảng 291,6 nghìn tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với mức đỉnh 486 nghìn tỷ đồng tại thời điểm cuối tháng 2 (Biểu đồ 30-32).

Những diễn biến này cho thấy NHNN đang dần quản lý thanh khoản hệ thống theo cách thận trọng và chủ động hơn trong bối cảnh áp lực tỷ giá kéo dài và lãi suất toàn cầu duy trì ở mức cao. Việc duy trì lãi suất LNH ở mức tương đối cao nhiều khả năng nhằm hạn chế áp lực lên tỷ giá USD/VND và quản lý chênh lệch lãi suất với thị trường quốc tế, đặc biệt trong bối cảnh Fed tiếp tục duy trì quan điểm giữ nguyên lãi suất.

Tuy nhiên, HSC giữ nguyên [dự báo lãi suất cho vay qua đêm LNH tại thời điểm cuối năm 2026-2027 ở mức 4%](#) và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 ở cùng mức này (Biểu đồ 2). Mặc dù lãi suất LNH nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức tương đối cao trong phần lớn thời gian còn lại của năm do thanh khoản tiếp tục thắt chặt và tăng trưởng huy động tiền gửi vẫn khiêm tốn, chúng tôi kỳ vọng NHNN vẫn đủ dư địa để bơm thanh khoản và ổn định điều kiện huy động ngắn hạn nếu áp lực gia tăng vào cuối năm. Từ đó, dự báo của chúng tôi cho giai đoạn cuối năm chủ yếu phản ánh kỳ vọng điều kiện thanh khoản sẽ nói lỏng hơn vào cuối mỗi kỳ dự báo, thay vì một môi trường lãi suất LNH thấp xuyên suốt cả năm.

Biểu đồ 30: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

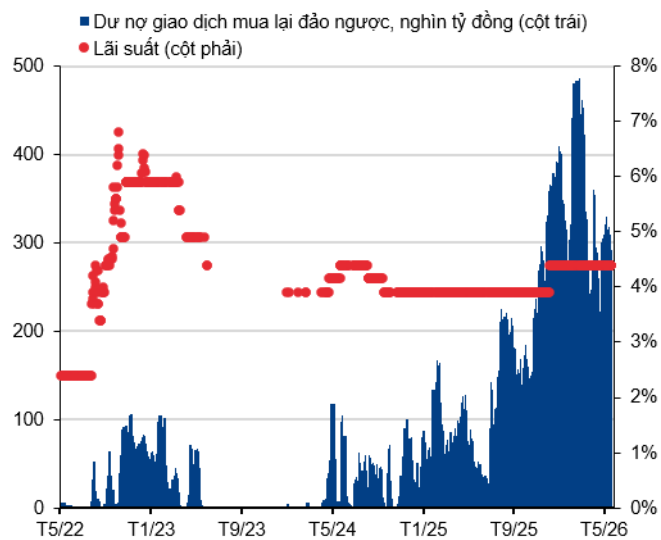
Trong khi kênh tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025...



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 31: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

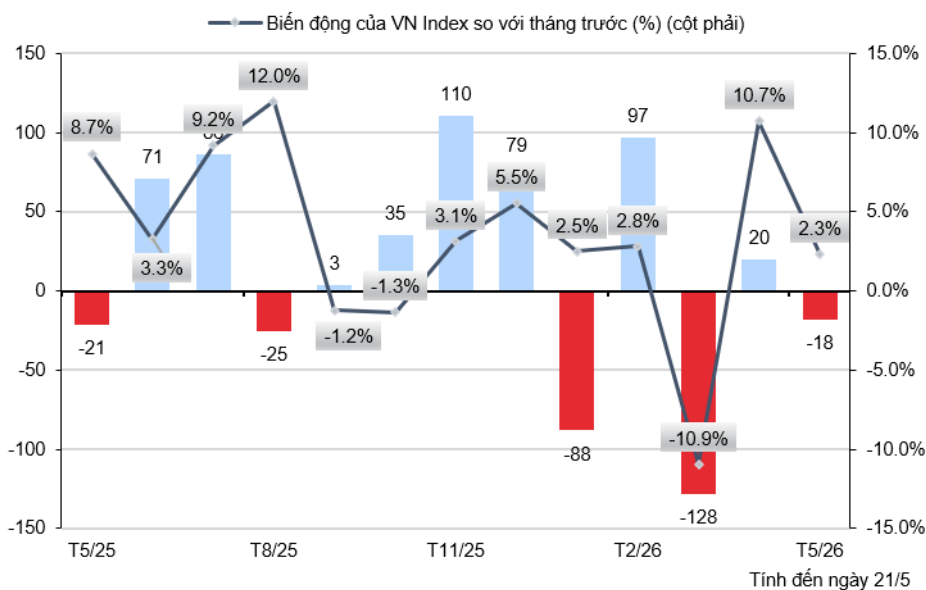
... các nghiệp vụ giao dịch Repo đảo ngược được sử dụng như một công cụ ổn định nhằm điều tiết biến động lãi suất LNH trong ngắn hạn



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/5
Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 32: Giá trị hút/bơm ròng hàng tháng thông qua OMO trong 12 tháng qua

Sau khi bơm ròng 19,5 nghìn tỷ đồng trong tháng 4, NHNN đã đảo chiều sang hút ròng 18 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong ba tuần đầu tháng 5

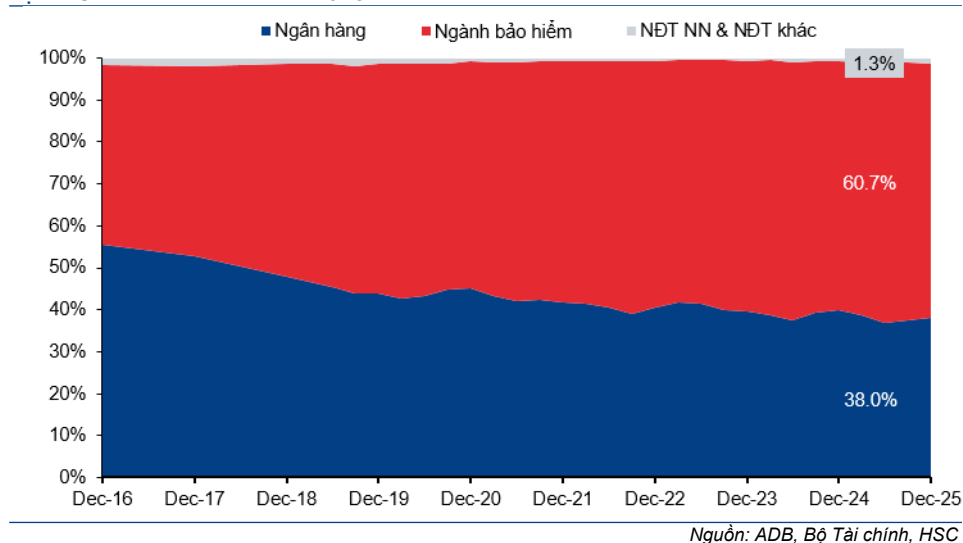


Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 21/5
Nguồn: NHNN, HSC

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

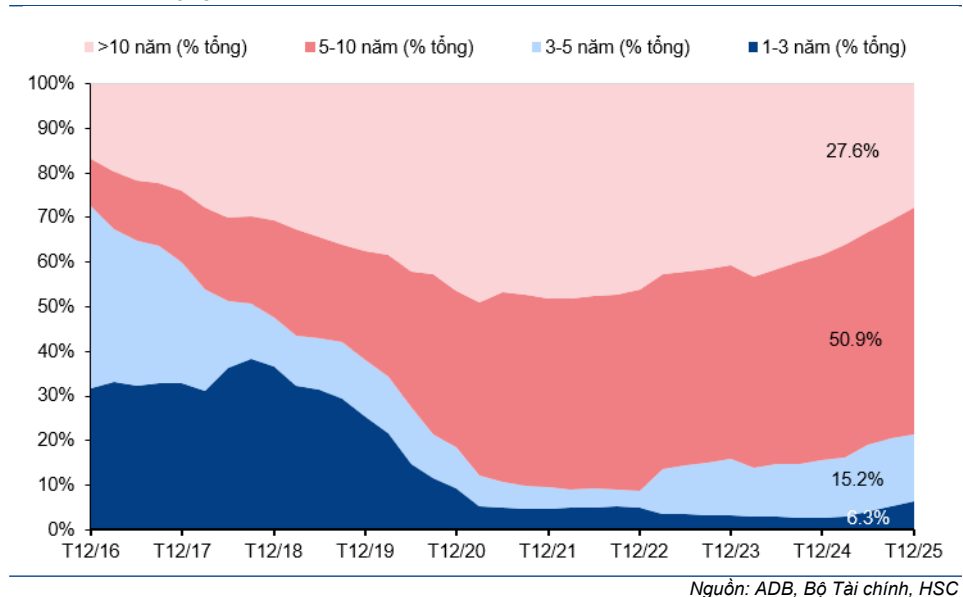
Biểu đồ 33: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 60,7% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối năm 2025



Biểu đồ 34: 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 35: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 4/2026

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)
4/1/2026	5	1,000	285	85	3.70
4/1/2026	10	11,000	4,900	3,400	4.12
4/1/2026	15	1,000	400	-	
4/1/2026	30	500	-	-	
4/8/2026	5	1,000	300	-	
4/8/2026	10	11,000	5,400	3,000	4.13
4/8/2026	15	1,000	400	-	
4/8/2026	20	500	-	-	
4/15/2026	5	1,000	380	180	3.80
4/15/2026	10	11,000	11,400	9,100	4.14
4/15/2026	15	1,000	400	-	
4/15/2026	30	500	-	-	
4/22/2026	5	1,000	1,200	1,000	3.83
4/22/2026	10	15,000	10,900	8,400	4.15
4/22/2026	15	1,000	1,400	1,000	4.23
4/22/2026	20	500	-	-	
4/28/2026	5	1,500	1,800	1,300	3.86
4/28/2026	10	20,000	19,310	17,760	4.16
4/28/2026	15	1,000	200	200	4.25
4/28/2026	30	500	30	30	4.45

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 36: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	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	4.7	4.2
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	5.1	4.5
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