

Thị trường TPCP: Phát hành tháng 5 trầm lắng báo hiệu nhu cầu huy động gia tăng thời gian tới

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 TPCP tháng 5 đạt 33,6 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 84% mục tiêu), nâng tổng phát hành 5 tháng đầu năm 2026 hoàn thành 32% kế hoạch cả năm 2026. KBNN đã nâng mục tiêu phát hành Q2 lên 150 nghìn tỷ đồng, cho thấy nhu cầu huy động gia tăng trong những tháng tới.
- Lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm trên thị trường thứ cấp tăng lên lần lượt 4,19% và 4,39% tính đến ngày 23/6/2026, sát dự báo cả năm 2026 của chúng tôi lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%, do kỳ vọng phát hành gia tăng, thanh khoản trong nước thắt chặt và triển vọng Fed duy trì lãi suất cao trong thời gian dài.
- NHNN đã chuyển từ bơm ròng 22,7 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO trong tháng 5 sang rút ròng 100,1 nghìn tỷ đồng trong 25 ngày đầu tháng 6. Trong khi lãi suất cho vay qua đêm hạ nhiệt xuống 3,79%, lãi suất LNH kỳ hạn 1-3 tháng vẫn ở mức khoảng 8%, họ thấy áp lực thanh khoản ở các kỳ hạn dài vẫn còn hiện hữu.

Phát hành 5 tháng đầu năm 2026 đạt 32% kế hoạch năm

Phát hành TPCP tiếp tục trầm lắng trong tháng 5 đạt 33,6 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 84% mục tiêu tháng, tăng 86% so với cùng kỳ nhưng giảm 26% so với tháng trước) và nâng phát hành 5 tháng đầu năm 2026 lên 159,2 nghìn tỷ đồng, tương đương 32% kế hoạch năm 2026 (so với 34% trong 5 tháng đầu năm 2025). Tốc độ phát hành chậm chủ yếu phản ánh thanh khoản ngân sách dồi dào kể từ đầu năm, nhờ thặng dư ngân sách đạt 496 nghìn tỷ đồng, trong đó nguồn thu ngân sách đáng kể (hoàn thành 53% mục tiêu) trong khi giải ngân đầu tư công khiêm tốn (hoàn thành 20,5% kế hoạch). Tuy nhiên, KBNN đã nâng kế hoạch phát hành Q2 lên 150 nghìn tỷ đồng từ 110 nghìn tỷ đồng, cho thấy nhu cầu huy động sẽ gia tăng thời gian tới. Theo đó, lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng, trong khi tỷ lệ phát hành thành công vẫn hạn chế do chênh lệch giữa lợi suất của KBNN và kỳ vọng của NĐT.

Chu kỳ tăng lợi suất tiếp diễn

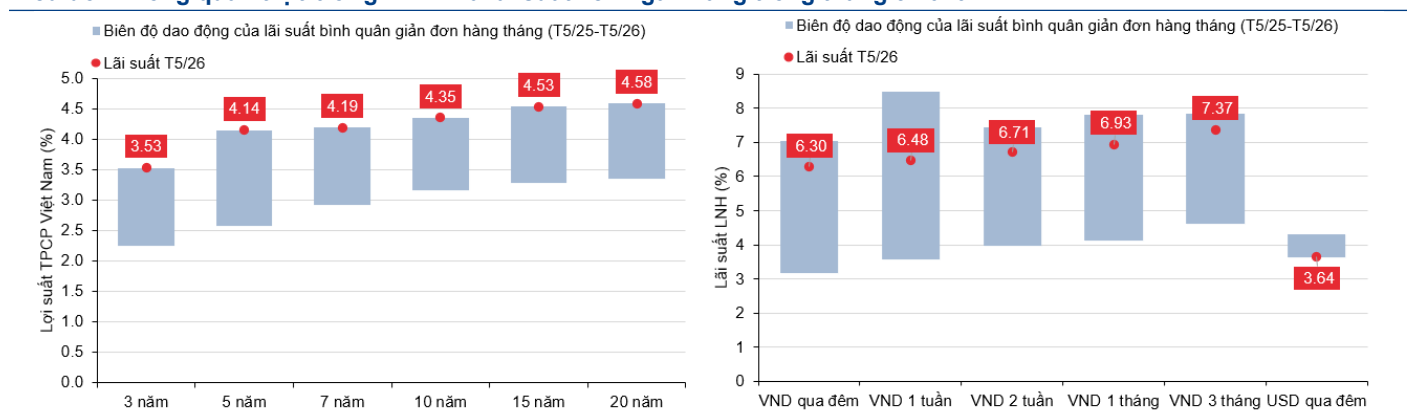
Hoạt động trên thị trường thứ cấp phục hồi trong tháng 5 với giá trị giao dịch TPCP đạt gần 10 tỷ USD (262 nghìn tỷ đồng), tăng 32% so với tháng trước nhưng giảm 14% so với cùng kỳ, trong khi giá trị giao dịch bình quân ngày cải thiện lên 590 triệu USD (15 nghìn tỷ đồng), nhờ giao dịch outright cải thiện. Lợi suất tiếp tục xu hướng tăng, tăng 120-154 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 10-20 điểm cơ bản so với tháng trước. Đến 23/6, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 4,19% và 4,39% tính đến ngày 23/6/2026, hiện đã sát dự báo tại thời điểm cuối năm 2026 của chúng tôi lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%. Xu hướng này phản ánh kỳ vọng KBNN sẽ đẩy mạnh phát hành trong nửa cuối năm 2026, thanh khoản trong nước thắt chặt hơn, cùng với áp lực từ môi trường lãi suất toàn cầu khi Fed được kỳ vọng duy trì lãi suất ở mức cao trong thời gian dài, qua đó tạo áp lực tăng lợi suất trên toàn bộ đường cong.

Lãi suất qua đêm hạ nhiệt, chuyển sang rút ròng trên OMO

Thanh khoản liên ngân hàng tiếp tục căng thẳng trong tháng 5 với lãi suất duy trì ở mức cao trên toàn bộ đường cong, trong đó lãi suất cho vay qua đêm, 1 tháng và 3 tháng lần lượt ở mức 6,97%, 7,16% và 7,45% tại thời điểm cuối tháng 5/2026. NHNN bơm ròng 22,7 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO trong tháng 5, đồng thời duy trì lãi suất OMO ở mức 4,5% và tạm dừng phát hành tín phiếu kể từ tháng 7/2025. Điều kiện thanh khoản biến động hơn trong tháng 6 với lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 10,7% trong thời gian ngắn trước khi hạ nhiệt xuống 3,79%, trong khi lãi suất kỳ hạn dài hơn vẫn duy trì quanh mức 8%. NHNN chuyển sang rút ròng 100,1 nghìn tỷ đồng trong 25 ngày đầu tháng 6, chủ yếu do lượng vốn đáo hạn lớn hơn lượng bơm mới, kéo dư nợ OMO giảm xuống còn 232,2 nghìn tỷ đồng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 29/6.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường TPCP và lãi suất liên ngân hàng trong tháng 5/2026



Nguồn: VBMA, NHNN, HSC

Cập nhật thị trường TPCP tháng 5

Điều kiện thị trường TPCP tiếp tục trái chiều trong tháng 5-6/2026, trong đó hoạt động phát hành trầm lắng trong khi mặt bằng lợi suất duy trì xu hướng tăng. Phát hành 5 tháng đầu năm 2026 đạt 159,2 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 32% kế hoạch năm 2026), phản ánh thanh khoản tài khóa dồi dào và tiến độ giải ngân đầu tư công khiêm tốn, mặc dù phát hành được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2026. Trong khi đó, lợi suất tiếp tục gia tăng với lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 4,19% và 4,39%, sát dự báo năm 2026 của chúng tôi lần lượt là 4,2% và 4,4%, do kỳ vọng nguồn cung TPCP tăng, thanh khoản trong nước thắt chặt và môi trường lãi suất toàn cầu duy trì cao trong thời gian dài. Trên thị trường tiền tệ, lãi suất LNH vẫn ở mức cao, trong khi NHNN chuyển từ bơm ròng trong tháng 5 sang rút ròng trong tháng 6 khi lượng vốn đáo hạn tăng mạnh.

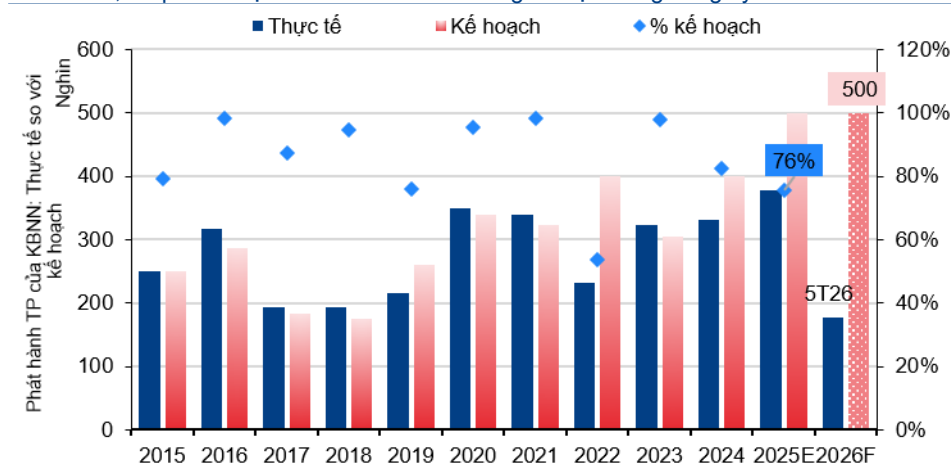
Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCP trên thị trường sơ cấp vẫn duy trì ổn định mặc dù chững lại so với tháng trước, trong khi việc điều chỉnh tăng kế hoạch phát hành tháng 6 của KBNN cho thấy nhu cầu huy động tăng tốc khi bước vào nửa cuối năm. Trong tháng 5, KBNN đã phát hành thành công 33,6 nghìn tỷ đồng TPCP, tăng 86% so với cùng kỳ nhưng giảm 26% so với tháng trước, tương đương 84% mục tiêu phát hành tháng (40 nghìn tỷ đồng). Phát hành vẫn tập trung ở các kỳ hạn trung và dài hạn. Trái phiếu kỳ hạn 10 năm tiếp tục chiếm ưu thế trên thị trường sơ cấp, với 18,3 nghìn tỷ đồng được phát hành, chiếm 54% tổng giá trị phát hành. Giá trị phát hành tăng 21% so với cùng kỳ nhưng đã giảm mạnh 56% so với tháng trước. Trong khi đó, kỳ hạn 5 năm phục hồi đáng kể, đạt 15 nghìn tỷ đồng, tăng hơn 10 lần cùng kỳ năm ngoái và chiếm 45% tổng giá trị phát hành. Phát hành ở các kỳ hạn khác vẫn hạn chế, lần lượt 150 tỷ đồng, 200 tỷ đồng và 30 tỷ đồng được phát hành thành công với các kỳ hạn lần lượt 3 năm, 15 năm và 30 năm (Biểu đồ 3-4).

Thời gian tới, KBNN đã phát tín hiệu sẽ đẩy mạnh phát hành trong tháng 6 thông qua việc điều chỉnh tăng mục tiêu phát hành tháng lên **70 nghìn tỷ đồng**, tăng 75% so với tháng 5, đồng thời **nâng kế hoạch phát hành Q2 lên 150 nghìn tỷ đồng**, cao hơn 36% so với mục tiêu ban đầu là 110 nghìn tỷ đồng. Đáng chú ý, kế hoạch phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm được tăng gấp đôi lên 40 nghìn tỷ đồng, trong khi mục tiêu phát hành kỳ hạn 10 năm tăng 29% lên 88 nghìn tỷ đồng, phản ánh nhu cầu huy động trung hạn gia tăng. Sau điều chỉnh, tổng phát hành trong tháng 4 và tháng 5 đạt 79,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 53% kế hoạch Q2 mới. Nếu KBNN thực hiện đầy đủ mục tiêu phát hành tháng 6, giá trị phát hành sẽ tương đương khoảng 99% kế hoạch quý điều chỉnh. Kể từ đầu năm, tổng giá trị phát hành TPCP đạt 159,2 nghìn tỷ đồng, tương đương 32% mục tiêu cả năm (500 nghìn tỷ đồng), thấp hơn một chút so với cùng kỳ năm 2025 (hoàn thành 34%) (Biểu đồ 2-5).

Biểu đồ 2: Phát hành trái phiếu của Kho bạc Nhà nước: Thực tế so với kế hoạch

Tổng lượng TPCP phát hành trong 5 tháng đầu năm 2026 đạt 32% kế hoạch phát hành cả năm 2026, thấp hơn một chút so với mức 34% ghi nhận trong cùng kỳ năm 2025



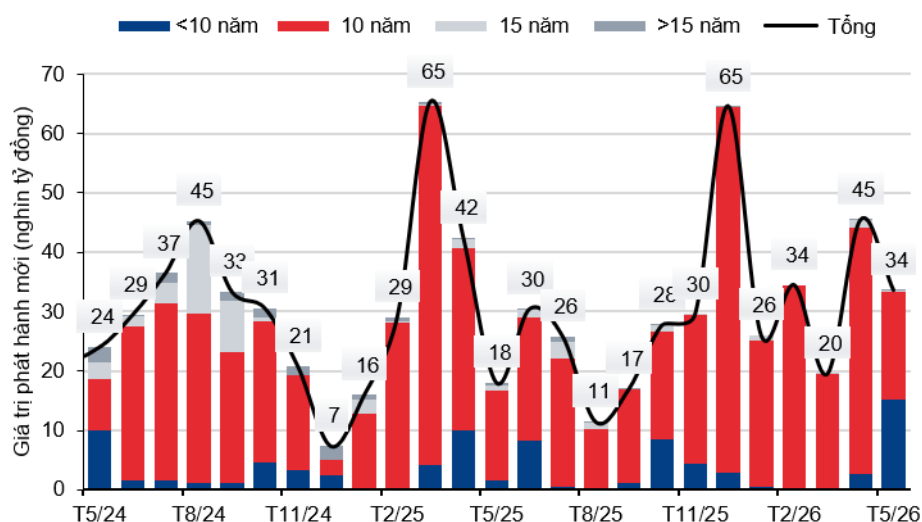
Nguồn: VBNA, HSC

Tốc độ phát hành tương đối chậm cho thấy khối lượng huy động còn lại trong những tháng cuối năm vẫn ở mức đáng kể. Theo [chia sẻ của KBNN vào ngày 19/6/2026](#), hoạt động phát hành trầm lắng chủ yếu do đơn vị ưu tiên sử dụng nguồn ngân quỹ nhà nước tạm thời nhàn rỗi trước khi tăng cường huy động từ thị trường. Đồng thời, giải ngân đầu tư công vẫn tương đối khiêm tốn trong 5 tháng đầu năm, chỉ đạt 20,5% kế hoạch năm của Chính phủ, trong khi nguồn thu ngân sách tiếp tục vượt kỳ vọng, đạt 53% mục tiêu ngân sách cả năm và tăng 15,4% so với cùng kỳ, tương đương ngân sách thặng dư khoảng 496 nghìn tỷ đồng, theo số liệu [NSO](#). Những yếu tố này đã góp phần giảm áp lực huy động vốn của Chính phủ trong ngắn hạn.

Tuy nhiên, bối cảnh thuận lợi này nhiều khả năng sẽ không thể kéo dài cả năm. Do giải ngân đầu tư công thường tăng tốc trong nửa cuối năm, nhu cầu huy động được kỳ vọng sẽ tăng đáng kể. Do đó, hoạt động phát hành có thể sẽ tăng lên đáng kể trong những tháng tới để đáp ứng nhu cầu huy động trong phần còn lại của năm.

Biểu đồ 3: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo kỳ hạn

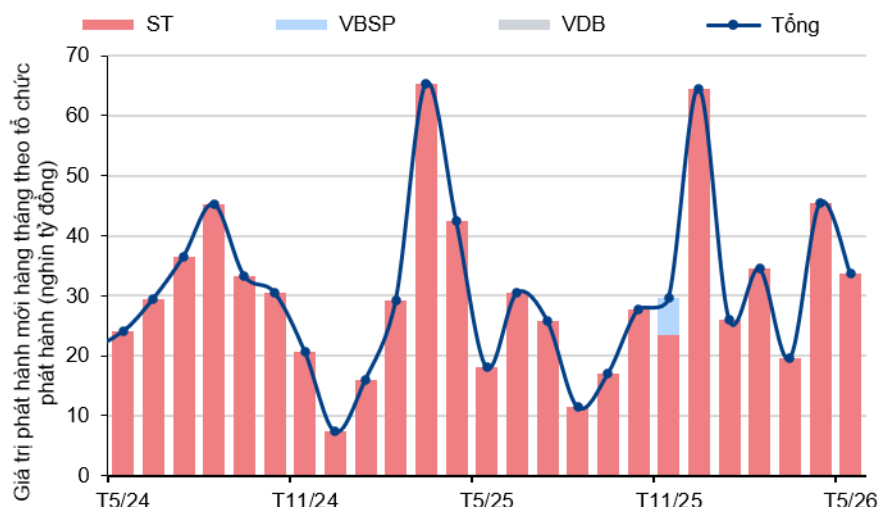
Giá trị phát hành trong tháng 5 đạt 84% kế hoạch tháng, đưa tổng lượng phát hành trong Q2 lên mức 53% kế hoạch đã điều chỉnh



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 4: Giá trị phát hành mới tháng theo tổ chức phát hành

Toàn bộ lượng TPCP trong 5 tháng đầu năm 2026 đều được phát hành bởi KBNN



Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 5: TPCP năm 2026: Phát hành thực tế so với kế hoạch

Giá trị phát hành trong 5 tháng đầu năm hoàn thành khoảng 32% kế hoạch cả năm 2026

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q2/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T5/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q2/26 đến hết T5 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q2/26	% kế hoạch 2026
3 năm		2.0	0.0	0.2	0.2	0%	
5 năm		40.0	15.0	17.6	18.2	44%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		88.0	18.3	59.9	138.4	68%	
15 năm		14.0	0.2	1.4	2.4	10%	
20 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
30 năm		2.0	0.0	0.1	0.1	3%	
Tổng	500.0	150.0	33.5	79.1	159.2	53%	32%

Nguồn: VBMA, HSC

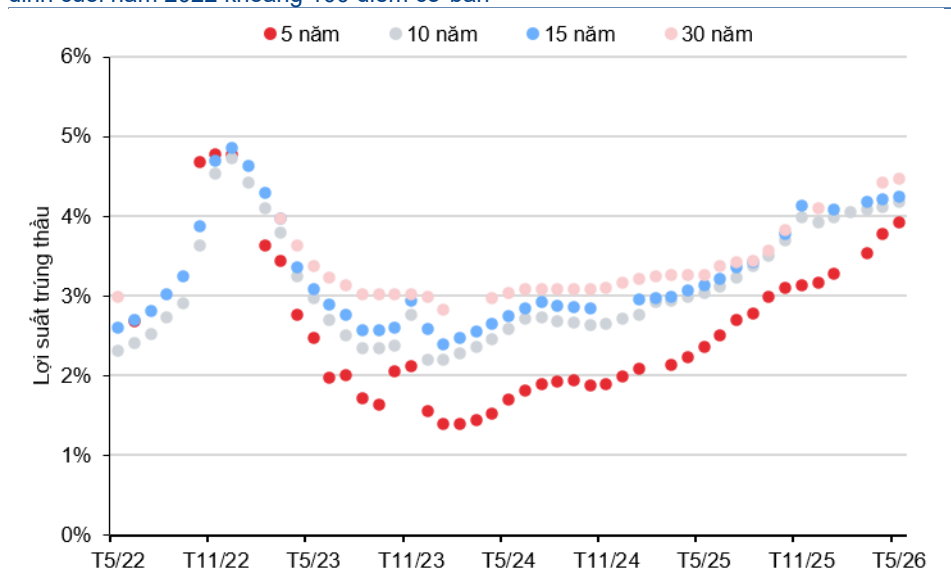
Phản ánh triển vọng này, lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục xu hướng tăng trong tháng 5 và hiện chỉ thấp hơn khoảng 100 điểm cơ bản so với mức đỉnh cuối năm 2022. Lợi suất trúng thầu ở các kỳ hạn tăng 112-156 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 3-14 điểm cơ bản so với tháng trước. Tính đến cuối tháng 5, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm lần lượt ở mức 3,94%, 4,21%, 4,27% và 4,56% (Biểu đồ 6).

Mặc dù thị trường đã sôi động hơn, kết quả đấu thầu nhìn chung vẫn chưa thực sự tích cực. Tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu tăng lên 79% từ 50% trong tháng trước, phản ánh nhu cầu tham gia đấu thầu cao hơn. Tuy nhiên, tỷ lệ trúng thầu giảm nhẹ xuống 49% từ 56%. Ngoài kỳ hạn 5 năm gần như được đăng ký đầy đủ, kết quả phát hành ở các kỳ hạn khác vẫn khiêm tốn (Biểu đồ 7-8).

Sự phân hóa này cho thấy kỳ vọng lợi suất của tổ chức phát hành và nhà đầu tư vẫn tiếp tục chênh lệch. KBNN vẫn thận trọng trong việc chấp nhận các mức đặt thầu quá cao nhằm kiểm soát chi phí vay của Chính phủ, trong khi NGĐT ngày càng yêu cầu lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro lạm phát, điều kiện thanh khoản thắt chặt trong nước và kỳ vọng rằng lãi suất có thể duy trì ở mức cao lâu hơn. Theo đó, mặc dù nhu cầu cải thiện, chênh lệch giữa mục tiêu huy động của KBNN và lợi suất yêu cầu của NGĐT tiếp tục hạn chế tỷ lệ phát hành thành công và gia tăng áp lực lên lợi suất trên thị trường sơ cấp.

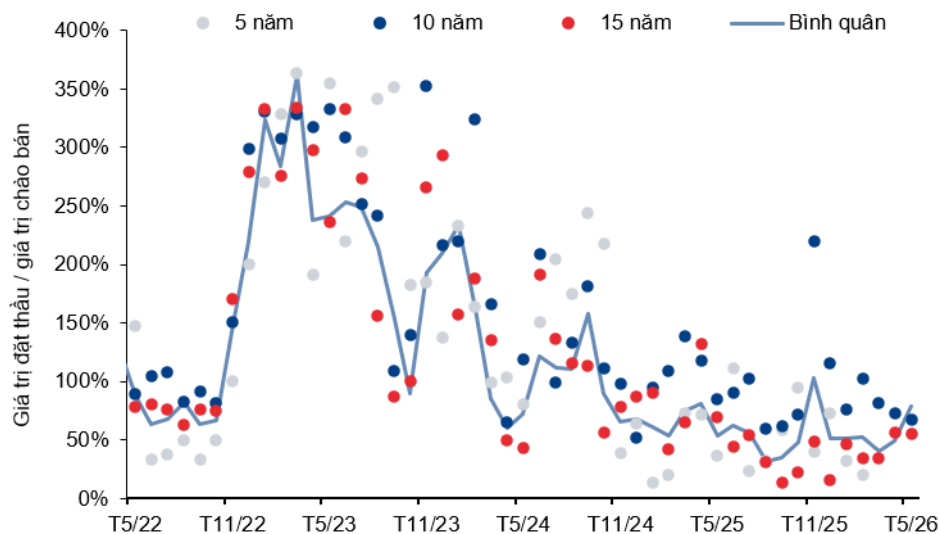
Biểu đồ 6: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)

Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng nhẹ trong tháng 5 và hiện chỉ còn cách mức đỉnh cuối năm 2022 khoảng 100 điểm cơ bản


Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 7: TPCP: Tỷ lệ đặt thầu trên khối lượng gọi thầu (bid-to-cover)

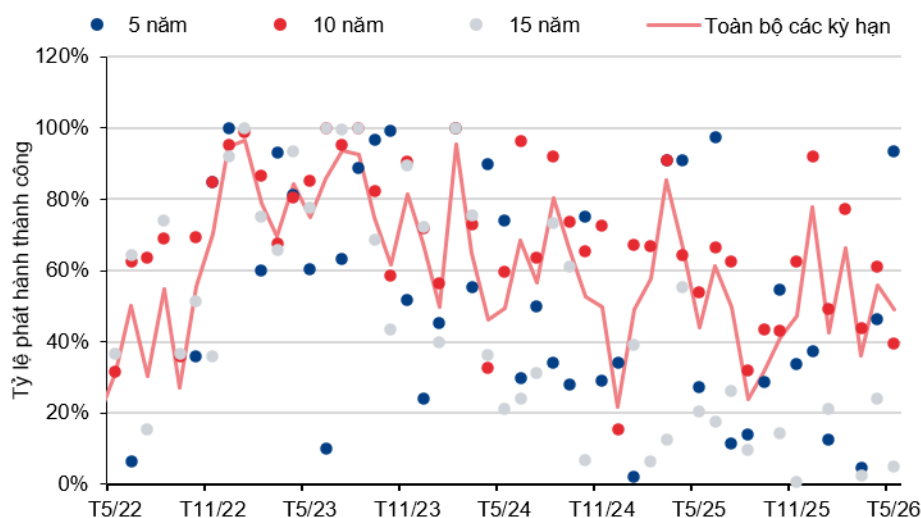
Dù tỷ lệ bid-to-cover tăng lên 79% trong tháng 5 từ mức 50% trong tháng trước, nhà đầu tư vẫn tiếp tục yêu cầu mức lợi suất cao hơn



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 8: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công giảm từ 56% xuống còn 49%, trong đó phần lớn các lệnh trúng thầu có kỳ hạn 5 năm



Nguồn: VBMA, HSC

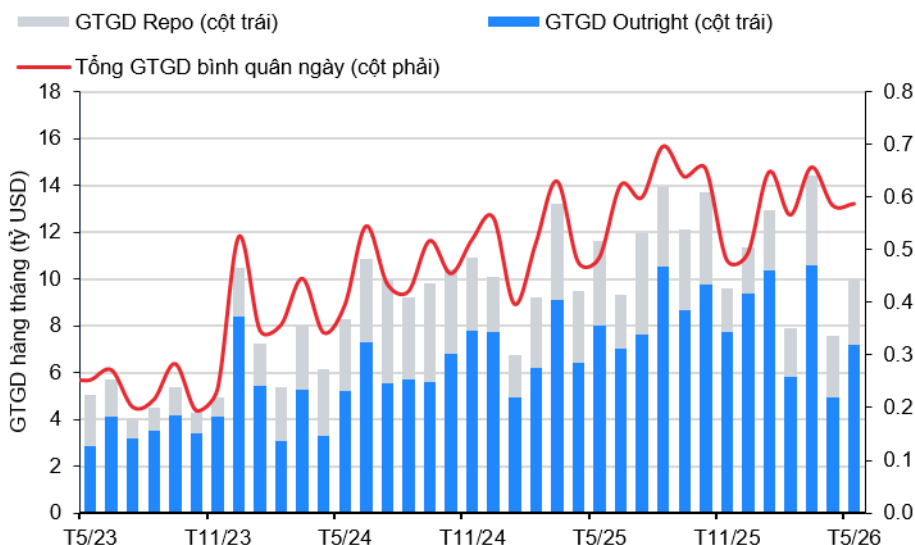
Thị trường thứ cấp

Hoạt động trên thị trường thứ cấp phục hồi đáng kể trong tháng 5 với tổng giá trị giao dịch TPCP đạt gần 10 tỷ USD (262 nghìn tỷ đồng), giảm 14% so với cùng kỳ nhưng tăng 32% so với tháng trước. Từ đó, giá trị giao dịch bình quân ngày tăng lên 590 triệu USD (15 nghìn tỷ đồng), tương đương tăng 21% so với cùng kỳ và tăng 1% so với tháng trước (Biểu đồ 9).

Giao dịch outright tiếp tục chiếm ưu thế, đạt 7,2 tỷ USD, giảm 11% so với cùng kỳ nhưng tăng mạnh 44% so với tháng trước, chiếm 72% tổng giá trị giao dịch. Trong khi đó, giao dịch repo đóng góp 28% còn lại, giảm 11% so với cùng kỳ và giảm 15% so với tháng trước. Sự phục hồi trong hoạt động giao dịch cho thấy NĐT đẩy mạnh tái cơ cấu danh mục và điều chỉnh vị thế trong bối cảnh biến động lợi suất trái phiếu gia tăng.

Biểu đồ 9: GTGD hàng tháng & thanh khoản bình quân ngày

Hoạt động trên thị trường thứ cấp phục hồi đáng kể trong tháng 5, với GTGD bình quân ngày tăng 21% so với cùng kỳ và 1% so với tháng trước



Nguồn: CEIC, HSC

Trên thị trường thứ cấp, lợi suất TPCP tiếp tục xu hướng tăng, phần lớn phản ánh diễn biến trên thị trường sơ cấp. Trong tháng 5, đường cong lợi suất dịch chuyển lên trên 120-154 điểm cơ bản so với cùng kỳ và 10-20 điểm cơ bản so với tháng trước. Tính đến cuối tháng, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm đã tăng lên lần lượt 4,12%, 4,32% và 4,5% (Biểu đồ 10-11).

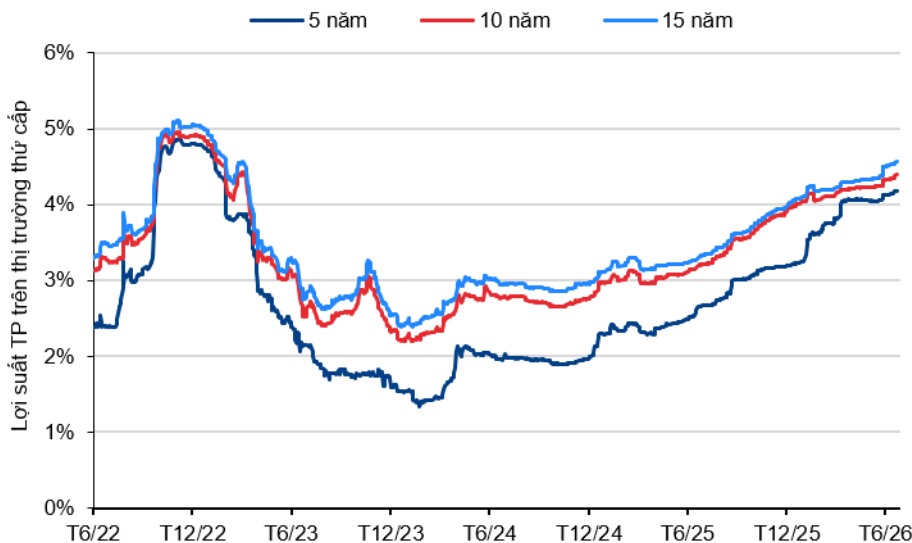
Xu hướng tăng tiếp tục kéo dài sang tháng 6. Tính đến ngày 23/6/2026, lợi suất kỳ hạn 5 năm đã tăng 6 điểm cơ bản lên 4,19% so với cuối tháng 5, trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng 7 điểm cơ bản lên 4,39%. Cả hai kỳ hạn đều đạt mức cao nhất trong gần ba năm và hiện đang tiến sát [dự báo cuối năm 2026 của chúng tôi lần lượt là 4,2% và 4,4%.](#)

Chúng tôi cho rằng lợi suất TPCP gia tăng dựa trên 3 yếu tố chính: (1) KBNN được kỳ vọng sẽ tăng tốc phát hành trong nửa cuối năm để đạt hoàn thành mục tiêu huy động, NĐT ngày càng yêu cầu lợi suất cao hơn để hấp thụ lượng cung trái phiếu gia tăng. Điều này đã đẩy lợi suất đấu thầu tăng cao trên thị trường sơ cấp và sau đó phản ánh vào lợi suất trên thị trường thứ cấp. Ngoài ra, (2) thanh khoản trong nước thắt chặt, thể hiện qua mật bằng lãi suất LNH và lãi suất tiền gửi tăng cao (Biểu đồ 15, Biểu đồ 27 trong phần Phụ lục), đã thúc đẩy chi phí huy động và phần bù lợi suất mà NĐT yêu cầu để nắm giữ TPCP. (3) Các yếu tố bên ngoài cũng góp phần vào áp lực tăng, trong đó kỳ vọng Fed duy trì lãi suất cao trong thời gian dài tiếp tục thu hẹp dư địa nới lỏng tiền tệ của NHNN, qua đó thúc đẩy quá trình định giá lại lợi suất TPCP trên toàn bộ đường cong.

Xu hướng lợi suất TPCP trong những quý tới sẽ phụ thuộc chủ yếu vào 3 yếu tố: tốc độ phát hành của KBNN, tốc độ giải ngân đầu tư công và khả năng hấp thụ nguồn cung bổ sung của các NĐT tổ chức. Trong kịch bản này, áp lực tăng lên đường cong lợi suất có thể duy trì trong nửa cuối năm 2026 và sẽ tiếp tục là chủ đề trọng tâm cần theo dõi.

Biểu đồ 10: Biến động lợi suất TPCP

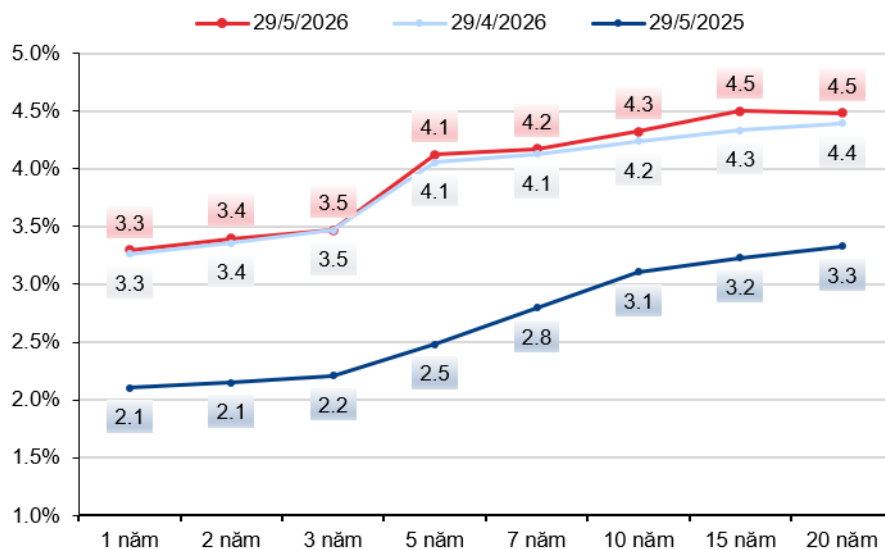
Trong tháng 5, lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục duy trì xu hướng tăng và bám sát đà tăng của lợi suất trên thị trường sơ cấp



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 21/6/2026.
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 11: Đường cong lợi suất TPCP

Lợi suất TPCP tại tất cả các kỳ hạn đều tăng 120-154 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 10-20 điểm cơ bản so với tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

Trên thị trường quốc tế, lợi suất trái phiếu Mỹ kỳ hạn 10 năm dao động quanh mức 4,5% do NĐT đánh giá lập trường cứng rắn hơn của Fed dưới sự điều hành của Chủ tịch Kevin Warsh, trong bối cảnh lạm phát kéo dài và số liệu kinh tế tiếp tục ổn định. Trong khi đó, giá dầu sụt giảm đã giúp kiềm chế áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu Mỹ. Từ đó, chênh lệch lợi suất Việt Nam-Mỹ thu hẹp xuống âm 11 điểm cơ bản tính đến ngày 23/6/2026, chủ yếu do lợi suất trái phiếu trong nước tăng mạnh hơn (Biểu đồ 12).

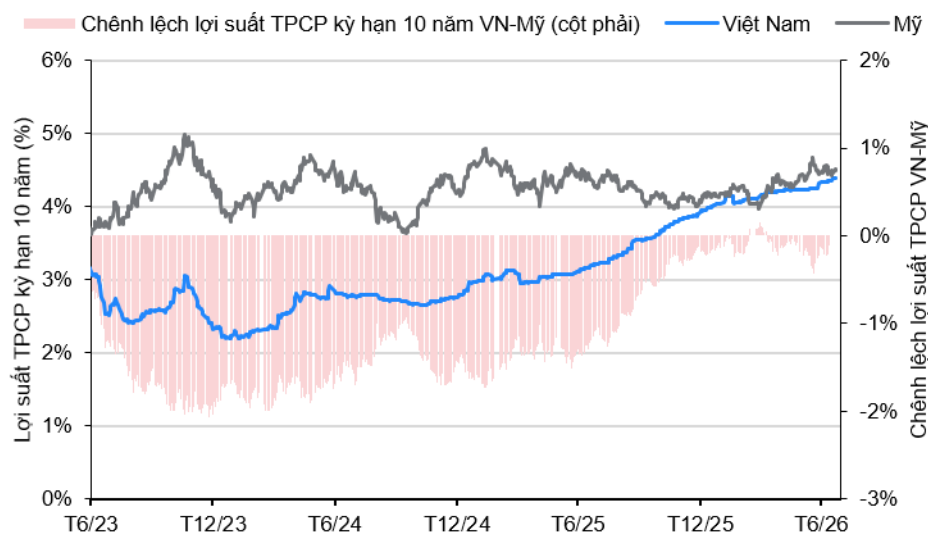
Khối ngoại tiếp tục bán ròng tháng thứ 2 liên tiếp trong tháng 5 với giá trị bán ròng khoảng 55 triệu USD (1,4 nghìn tỷ đồng), tăng hơn hai lần so với tháng 4 (Biểu đồ 13). Kể từ đầu năm, khối ngoại đã bán ròng khoảng 185 triệu USD (4,8 nghìn tỷ đồng),

đảo chiều đáng kể so với mua ròng 70 triệu USD (1,8 nghìn tỷ đồng) cùng kỳ năm 2025.

Diễn biến bán ròng kéo dài cho thấy TPCP Việt Nam đã trở nên kém hấp dẫn hơn trong bối cảnh lợi suất toàn cầu duy trì ở mức cao. Ngoài ra, tỷ giá không ổn định tiếp tục đè nặng lên tâm lý khối ngoại do rủi ro tiền tệ có thể triệt tiêu sức hấp dẫn của trái phiếu trong nước.

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

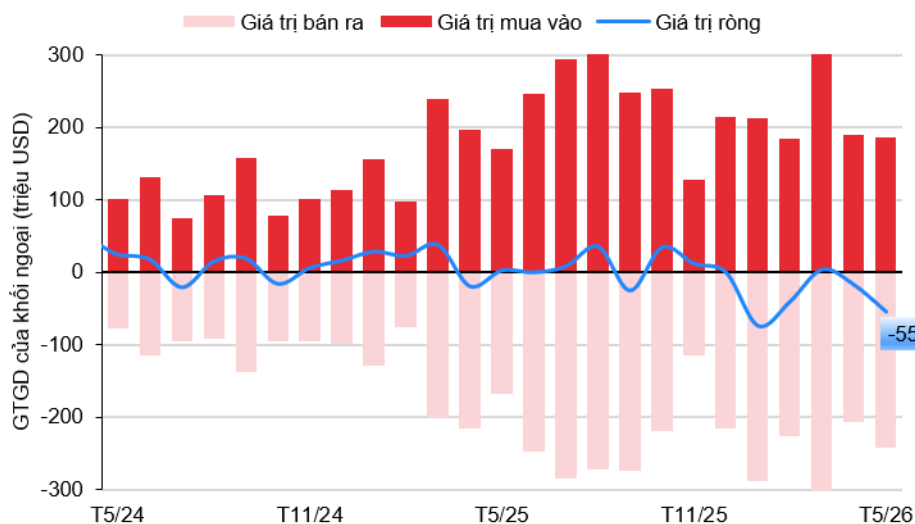
Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam – Mỹ đã thu hẹp tính tới giữa tháng 6, khi lợi suất TPCP Việt Nam tăng mạnh



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 23/6/2026
Nguồn: VBMA, HSC

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

Khối ngoại bán ròng 185 triệu USD trong 5 tháng đầu năm 2026, đảo chiều so với mức mua ròng 70 triệu USD trong cùng kỳ năm 2025



Nguồn: CEIC, HSC

Thị trường liên ngân hàng và OMO

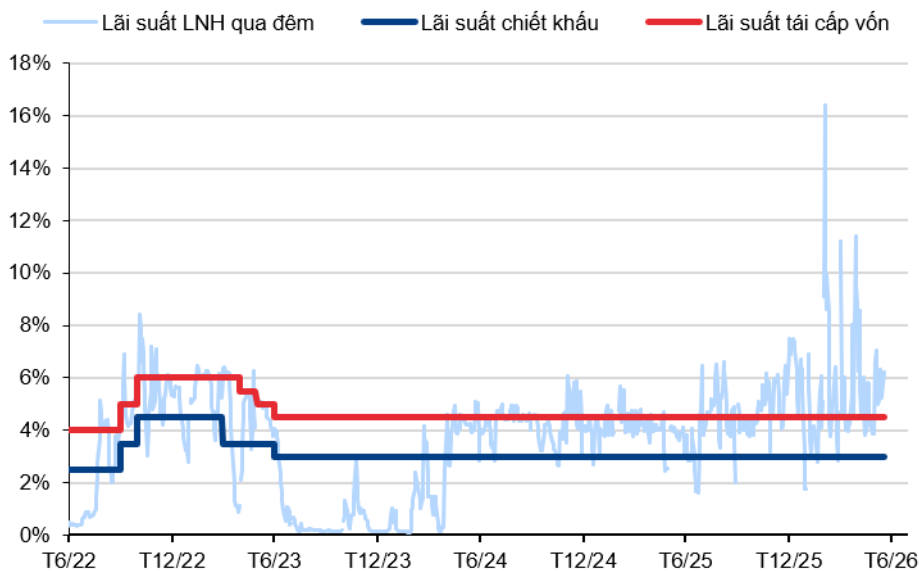
Lãi suất LNH duy trì ở mức cao trong tháng 5, cho thấy áp lực thanh khoản kéo dài trong hệ thống ngân hàng. Lãi suất qua đêm dao động chủ yếu trong khoảng 5-7%, trong khi lợi suất các kỳ hạn dài hơn duy trì ở mức cao hơn đáng kể. Tính đến cuối tháng, lãi suất cho vay LNH qua đêm, 1 tháng và 3 tháng lần lượt ở mức 6,97%, 7,16%

và 7,45%, tương đương tăng lần lượt 309 điểm cơ bản, 445 điểm cơ bản và 37 điểm cơ bản so với tháng trước (Biểu đồ 14-15).

Để giảm bớt áp lực thanh khoản, NHNN đã bơm ròng 22,7 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO trong tháng 5. Cụ thể, NHNN đã bơm 250,5 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay so với 227,8 nghìn tỷ đồng đáo hạn trong cùng kỳ. Trong tháng, NHNN duy trì lãi suất OMO ở mức 4,5% trên các kỳ hạn từ 7 đến 56 ngày và tiếp tục không phát hành tín phiếu NHNN kể từ tháng 7/2025 (Biểu đồ 19-21).

Biểu đồ 14: Lãi suất liên ngân hàng qua đêm

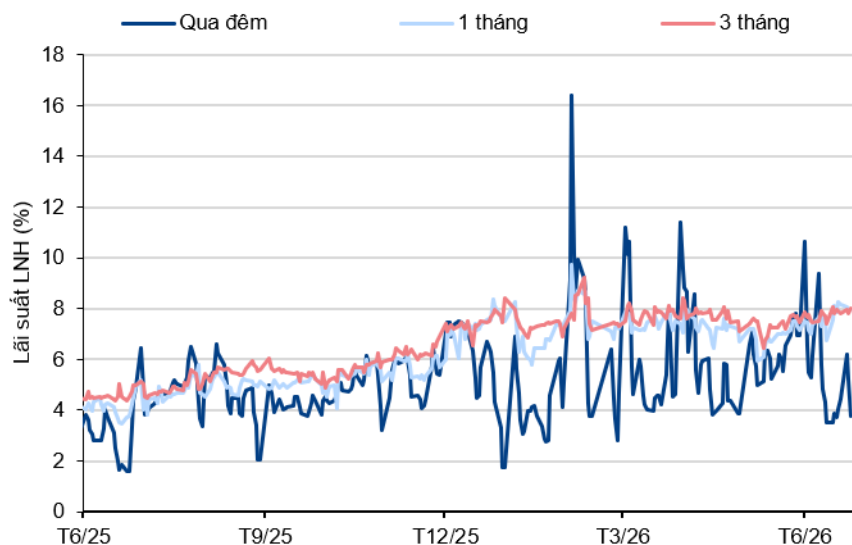
Lãi suất liên ngân hàng qua đêm duy trì biến động mạnh kể từ đầu năm, phản ánh áp lực thanh khoản hệ thống mang tính chu kỳ



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 23/6/2026
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Biểu đồ 15: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Lãi suất LNH qua đêm giảm đáng kể xuống còn 3,79% tính đến ngày 25/6, sau khi tăng mạnh lên mức cao tới 10,7% vào đầu tháng 6



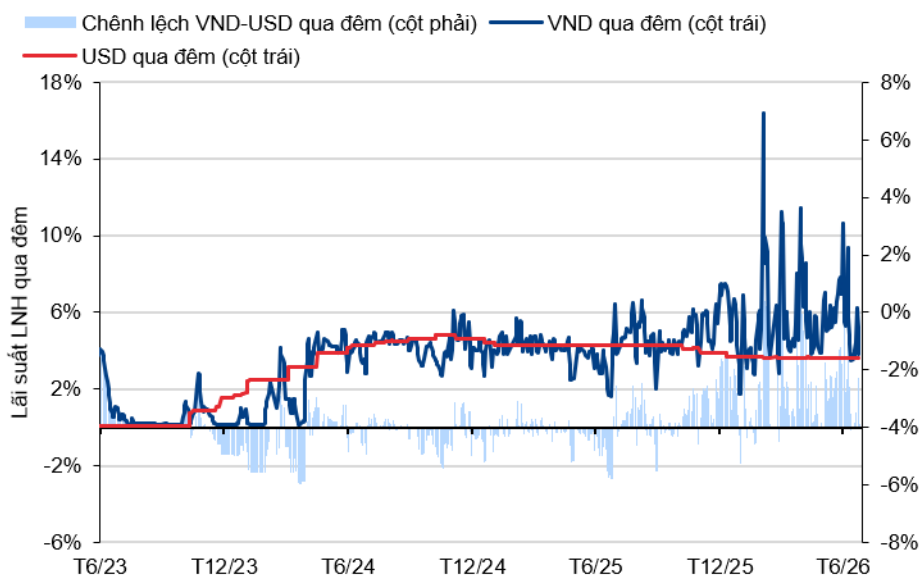
Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 24/6/2026
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Thanh khoản thị trường LNH hạ nhiệt nhẹ. Tổng giá trị giao dịch LNH tháng 5 đạt 32,1 tỷ USD (844,8 nghìn tỷ đồng), tăng 68% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với tháng

trước. Giao dịch qua đêm tiếp tục chiếm ưu thế, chiếm khoảng 95% tổng giá trị giao dịch, cho thấy nhu cầu vốn ngắn hạn của các ngân hàng tiếp tục cao (Biểu đồ 16-18).

Biểu đồ 16: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

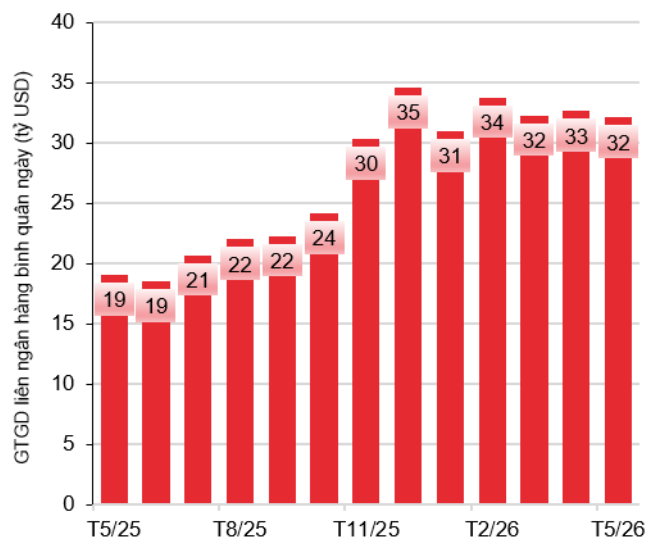
Chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm giảm còn 15 điểm cơ bản tính đến ngày 24/6 sau khi lãi suất LNH trong nước giảm mạnh



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 17: Thanh khoản liên ngân hàng theo tháng

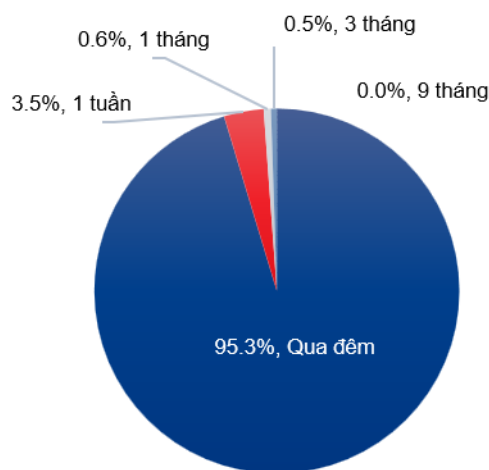
Thanh khoản LNH trong tháng 5 tăng mạnh 68% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 2% so với tháng trước...



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 18: Thanh khoản liên ngân hàng theo kỳ hạn (%)

... trong đó, các giao dịch qua đêm vẫn chiếm tỷ trọng lớn, đóng góp 95% tổng khối lượng giao dịch



Nguồn: CEIC, HSC

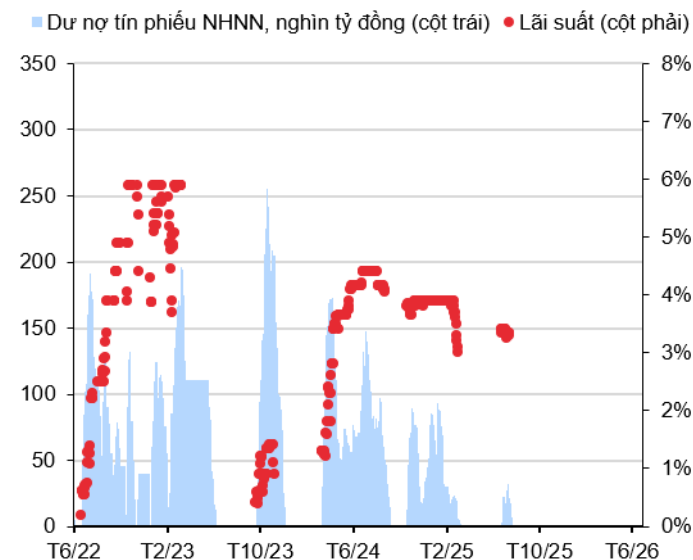
Điều kiện thanh khoản vẫn biến động trong tháng 6. Lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên mức cao 10,7% vào đầu tháng 6 trước khi hạ nhiệt xuống 3,79% tính đến ngày 24/6/2026. Trong khi đó, lãi suất LNH kỳ hạn dài hơn vẫn ở mức cao với lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng lần lượt ở mức 7,98% và 8,01%, tăng lần lượt 45 điểm cơ bản và 15 điểm cơ bản so với đầu tháng.

Đáng chú ý, NHNN đã chuyển sang rút ròng thanh khoản 100,1 nghìn tỷ đồng trong 25 ngày đầu tháng 6, sau khi bơm ròng trong tháng 5. Diễn biến này chủ yếu do giá trị các hợp đồng repo đảo ngược đảo hạn 259,9 nghìn tỷ đồng, so với giá trị phát hành mới đạt 159,8 nghìn tỷ đồng trong kỳ.

Tính đến ngày 25/6/2026, dư nợ OMO đã giảm xuống 232,2 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh từ mức gần 500 nghìn tỷ đồng vào cuối tháng 2. Kể từ đầu năm, NHNN đã bơm tổng cộng 1.715 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong khi rút ra 1.892 nghìn tỷ đồng, tương đương rút ròng 177 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 19-21).

Biểu đồ 19: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

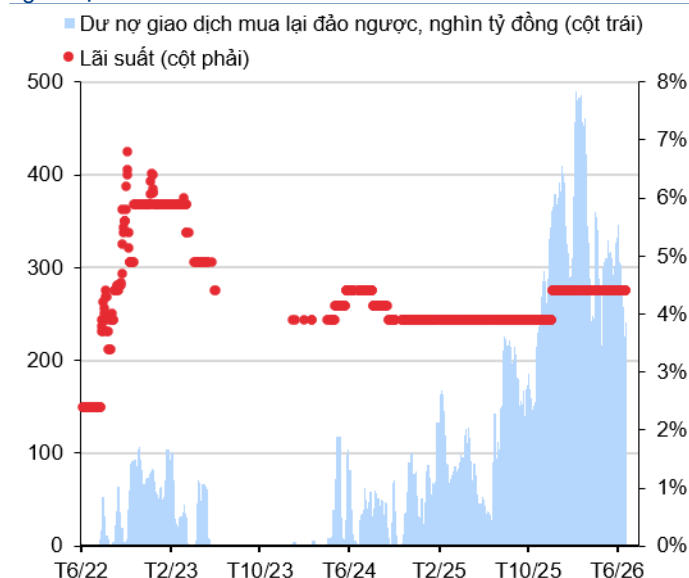
Trong khi kênh tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025...



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 20: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

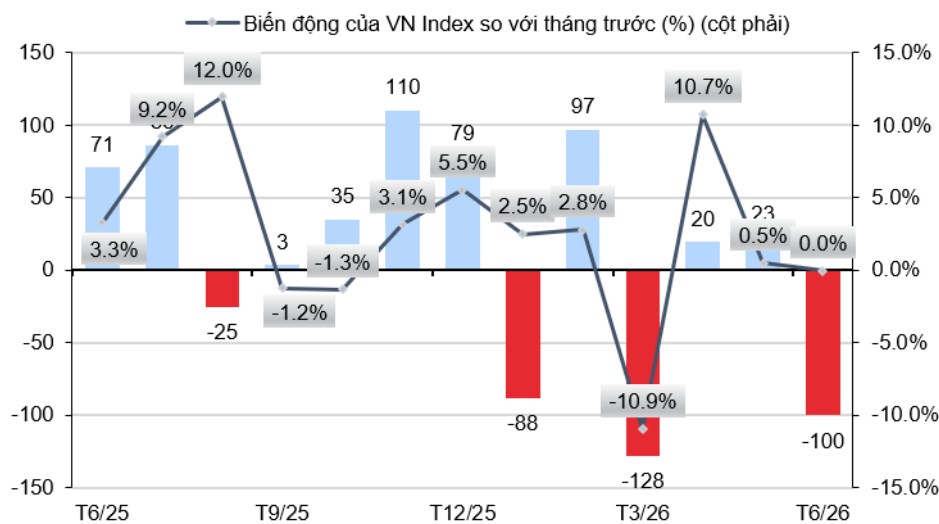
... các nghiệp vụ giao dịch Repo ngày càng được sử dụng như một công cụ ổn định nhằm điều tiết biến động lãi suất LNH trong ngắn hạn



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 25/6/2026
Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 21: Giá trị hút/bơm ròng hàng tháng thông qua OMO trong 12 tháng qua

NHNN chuyển sang hút ròng 100,1 nghìn tỷ đồng thông qua nghiệp vụ OMO trong 25 ngày đầu tháng 6, sau khi chỉ bơm ròng 22,7 nghìn tỷ đồng trong tháng 5



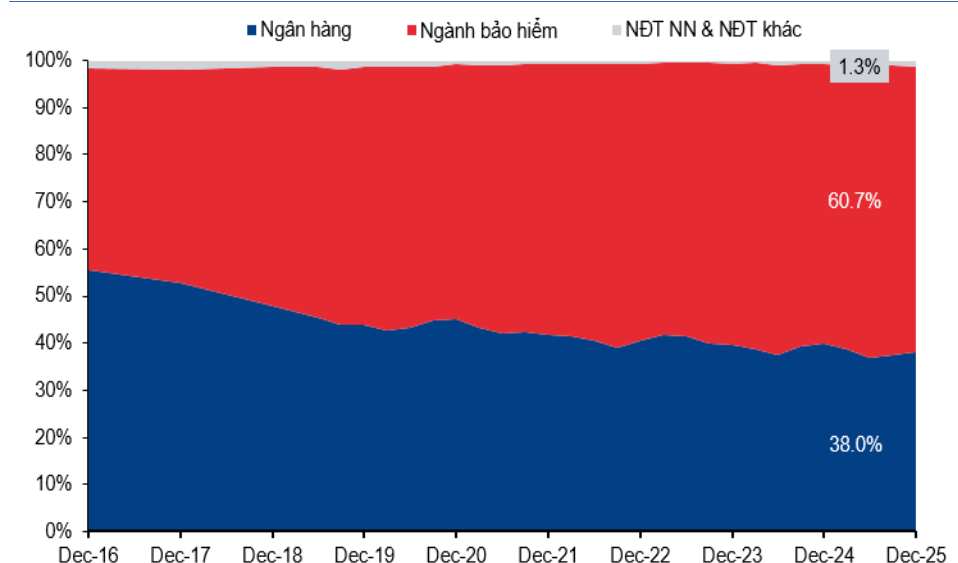
Tính đến ngày 21/5

Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 25/6/2026
Nguồn: NHNN, HSC

Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 22: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

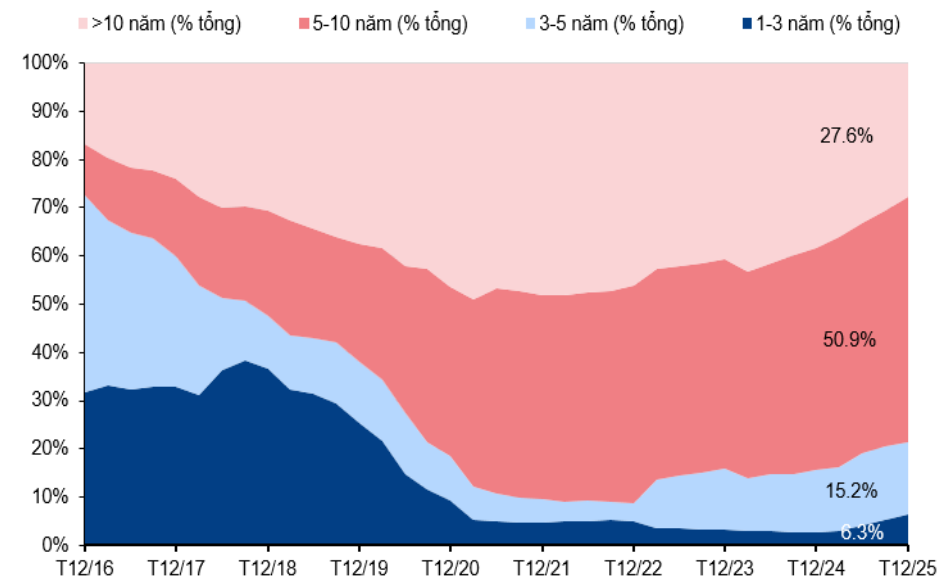
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 60,7% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối năm 2025



Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

Biểu đồ 23: 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



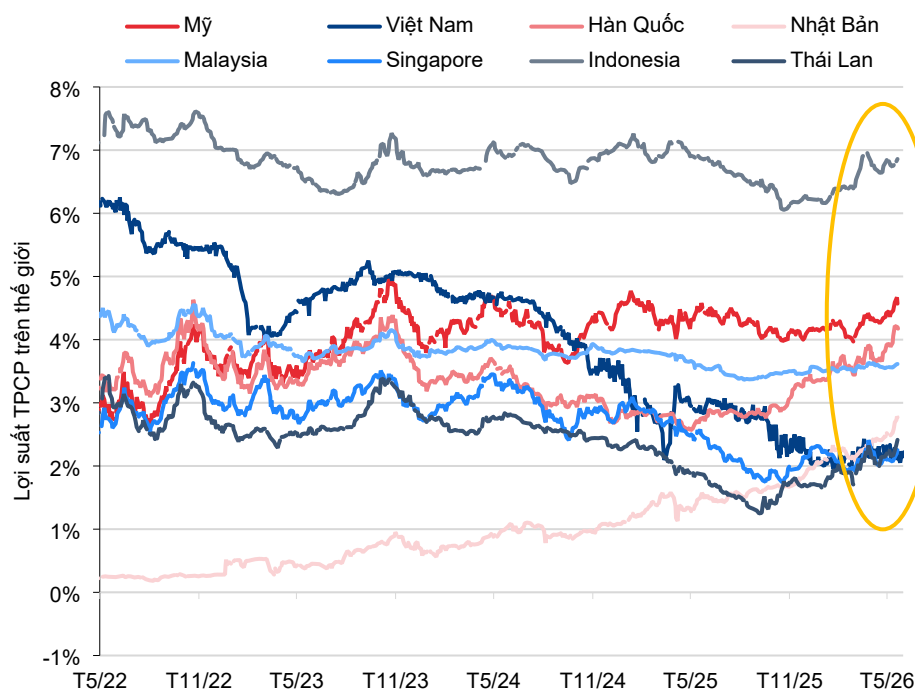
Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

Bảng 24: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 5/2026

Ngày phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị chào bán (tỷ đồng)	Giá trị đầu thầu (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
5/6/2026	5	3,000	2,295	2,000	3.89
5/6/2026	10	14,000	4,700	3,500	4.17
5/6/2026	15	1,000	100	-	-
5/6/2026	30	500	-	-	-
5/13/2026	5	3,000	3,260	3,000	3.92
5/13/2026	10	12,000	6,000	4,600	4.19
5/13/2026	15	1,000	350	50	4.27
5/13/2026	30	500	-	-	-
5/20/2026	5	4,000	4,220	4,000	3.95
5/20/2026	10	11,000	6,500	5,000	4.21
5/20/2026	15	1,000	350	50	4.27
5/20/2026	20	500	-	-	-
5/27/2026	3	500	750	150	3.49
5/27/2026	5	6,000	11,000	6,000	4.00
5/27/2026	10	9,000	11,450	5,150	4.25
5/27/2026	15	1,000	1,400	100	4.27
5/27/2026	30	500	30	30	4.50

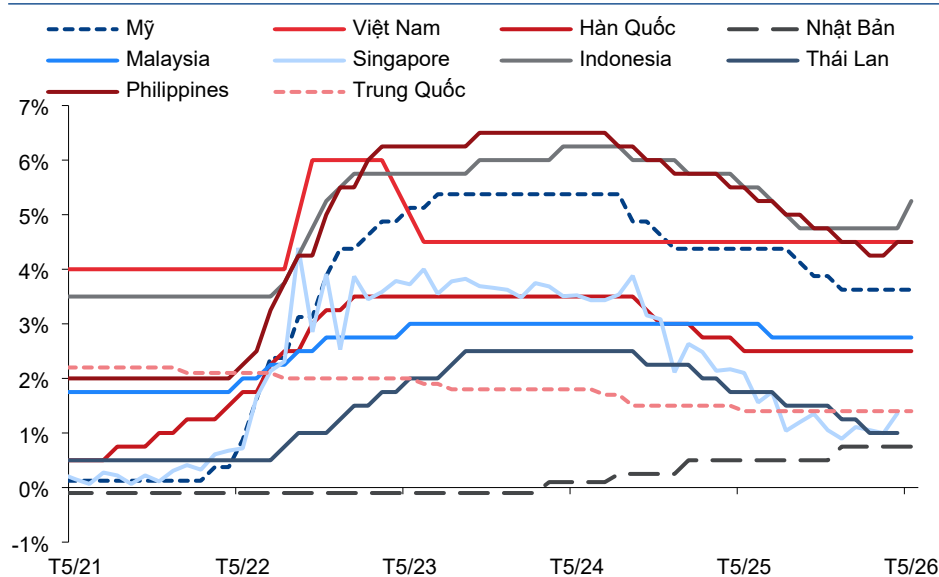
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 25: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tại một số nền kinh tế



Nguồn: CEIC, HSC

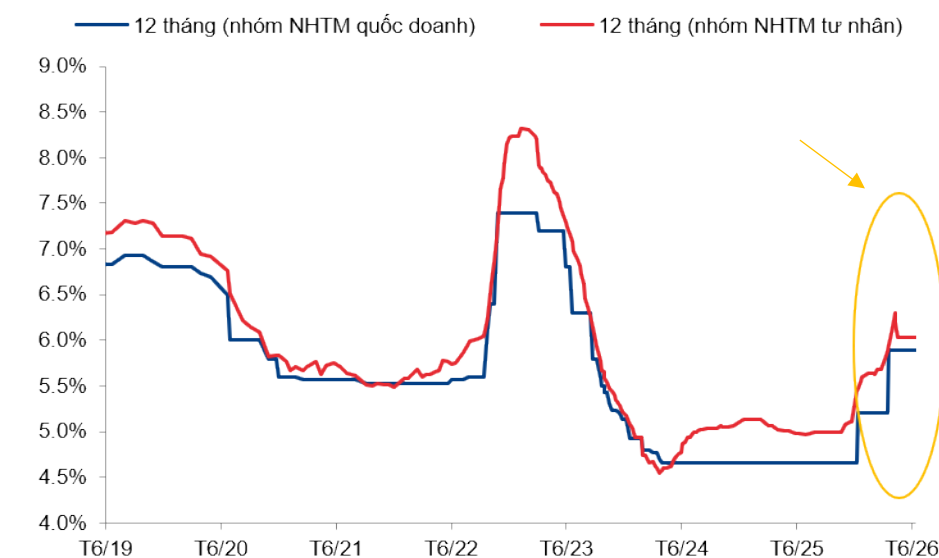
Biểu đồ 26: Lãi suất điều hành tại một số nền kinh tế lớn



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 27: Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng, các NHTM trong phạm vi phân tích của HSC

Lãi suất tiền gửi niêm yết kỳ hạn 12 tháng bình quân giảm nhẹ xuống 6% từ mức 6,2% trong tháng 4 sau định hướng điều hành của Chính phủ, nhưng vẫn duy trì gần mức cao nhất ghi nhận trong Q3/2023



Nguồn: Các ngân hàng, HSC

Bảng 28: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500	27,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,761	4,060	4,167	4,212
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	2.87	2.55	8.54	4.98	7.04	8.02	7.60	8.00	8.00
GDP (tỷ USD)	346	370	411	433	476	514	540	572	616
GDP bình quân đầu người (USD)	3,558	3,757	4,132	4,316	4,702	5,026	5,235	5,491	5,861
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	4.35	-2.20	0.34	5.96	6.41	6.38	-0.93	0.35	0.49
Nợ công/GDP (%)	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	36.8	37.6	39.3	40.9
Nợ Chính phủ/GDP (%)	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.2	34.4	36.4	38.2
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.7	2.5	3.1	2.9	2.8	3.6	4.3	5.1	5.2
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	115	124	125	133	136	145	150	154	158
FDI giải ngân / FDI (%)	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.6	5.6	5.6
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.22	2.60	2.50	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	4.7	4.2	4.1
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	5.1	4.5	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	19.0	14.0	13.5	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,781	23,482	26,418	29,588
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	16.0	13.0	12.5	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	95	107	85	90	81	83	78	85	95
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	5.2	5.9	6.0	6.0
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.3	4.2	4.3	4.4
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5	4.6
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	2.2	5.2	7.1
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	15.1	-8.1	1.4	25.8	30.5	32.8	-5.0	2.0	3.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	263	333	360	326	381	455	540	594	679
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	18.7	10.0	14.3
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	283	336	372	355	406	475	542	599	686
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	14.2	10.5	14.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	129	140	149	142	155	169	177	188	203
Nợ nước ngoài/GDP (%)	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8	33.0
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	30.0	31.9	34.5
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	40.8	45.0	48.0
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	53.8	50.0	51.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	10.1	9.0	8.0	9.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	10.9	10.0	9.0	10.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	10.0	9.5	10.0
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	9.2	12.0	13.0	13.0

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