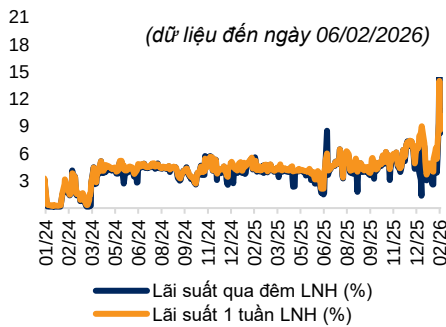


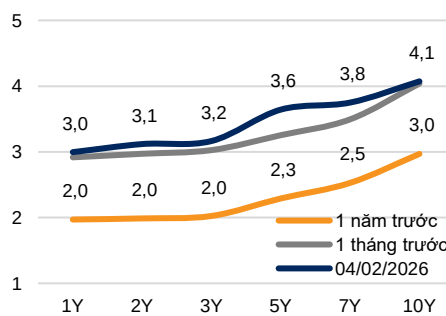
Báo cáo Trái phiếu – Tiền tệ

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



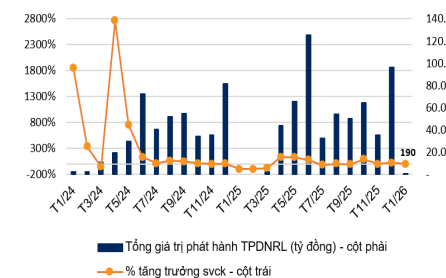
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Lượng TPDN phát riêng lẻ hàng tháng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Lãi suất tăng mạnh, NHNN bơm ròng kỷ lục

- Áp lực thanh khoản trở lại đẩy lãi suất liên ngân hàng vượt mức 10%.
- VND tăng 1,3% so với USD trong tháng 1 khi USD toàn cầu suy yếu.

Điểm nhấn vĩ mô

- Hoạt sản xuất và thương mại diễn ra sôi động trước kỳ nghỉ tết. Tuy nhiên, dù được hỗ trợ bởi các yếu tố mùa vụ, tâm lý tiêu dùng vẫn bị ảnh hưởng bởi xu hướng tăng của lãi suất và giá vàng cũng như chính sách thu thuế mới đối với hộ kinh doanh. Tổng mức bán lẻ tháng 1 tăng 2,6% so với tháng trước và 9,3% svck, nếu loại trừ yếu tố giá chỉ tăng 6,3 svck. Giải ngân FDI duy trì ổn định, tăng 11,3% svck, đạt 1,7 tỷ USD nhưng vốn FDI đăng ký giảm mạnh 41%. Vốn FDI đăng ký thường có sự biến động hơn, phụ thuộc vào thời gian đăng ký và phê duyệt dự án, nhưng cũng là một dấu hiệu cần theo dõi trong bối cảnh vĩ mô toàn cầu còn nhiều bất ổn.

Thị trường tiền tệ

- Lãi suất liên ngân hàng qua đêm bất ngờ bật tăng vượt mức 10%**, do sự kết hợp từ nhiều yếu tố mang tính mùa vụ và kỹ thuật như: 1) Nhu cầu thanh toán, giao dịch VND tăng cao trước dịp lễ tết; 2) Chính phủ tăng thu ngân sách Nhà nước (NSNN) trong tháng 1 (+20% svck) trong khi tốc độ chi ra lại chậm hơn (+6,4% svck), tạo khoảng trống dòng tiền trên thị trường (thặng dư NSNN tháng 1 tăng mạnh 34,3% svck); 3) Chính sách thuế mới khiến nhiều hộ kinh doanh (HKD) chuyển sang ưu tiên nhận tiền mặt; 4) Giá vàng biến động mạnh tại vùng đỉnh lịch sử cũng một phần kích hoạt dòng tiền đầu cơ chảy ra khỏi hệ thống. Các yếu tố diễn ra ngay thời điểm cận tết, nhu cầu giao dịch VND tăng cao và trên mức nền thiếu hụt thanh khoản do chênh lệch giữa tăng trưởng huy động (15%) và tín dụng (19%) từ cuối năm 2025, đã khiến cho LSLNH tăng cao bất thường trong giai đoạn vừa qua.
- Ngân hàng nhà nước (NHNN) can thiệp mạnh trên thị trường mở.** NHNN bơm ròng kỷ lục 164 nghìn tỷ đồng trong tuần 2-6/2, nâng tổng bơm ròng lũy kế lên 482 nghìn tỷ đồng. Song song, NHNN thực hiện hoán đổi USD/VND kỳ hạn 21 ngày, theo hình thức mua USD giao ngay và bán lại USD kỳ hạn, qua đó bơm trực tiếp lượng lớn VND vào hệ thống trong ngắn hạn. Quy mô bơm ròng lớn trong thời gian ngắn cho thấy NHNN xác định đây là cú sốc thanh khoản mang tính kỹ thuật, cần xử lý nhanh để hạn chế rủi ro lãi suất.
- Chúng tôi kỳ vọng áp lực thanh khoản sẽ giảm bớt sau Tết khi các yếu tố mùa vụ qua đi. Tuy vậy, việc LSLNH tăng đột biến trong nhiều ngày cho thấy thanh khoản hệ thống đang trở nên nhạy cảm hơn và rủi ro lãi suất hạn ngắn chưa thực sự chấm dứt. Diễn biến LSLNHH trong thời gian tới sẽ phụ thuộc vào tốc độ giải ngân đầu tư công, khi dòng tiền thực dài hạn được bơm ra thị trường kết hợp với các chính sách điều tiết trong ngắn hạn của NHNN.
- Các ngân hàng vẫn chịu áp lực nâng lãi suất huy động nhằm bù đắp chênh lệch thanh khoản phát sinh từ tăng trưởng tín dụng cao vào cuối năm 2025. Dù vậy, mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% cho năm 2026, cho thấy định hướng kiểm soát chặt chẽ dòng vốn nhằm giảm dư địa cho các hoạt động mang tính đầu cơ, qua đó góp phần ổn định mặt bằng lãi suất.

Trái phiếu Chính phủ (TPCP)

- Lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng**, ~ 106–130 điểm cơ bản svck. Diễn biến này đồng pha với xu hướng tăng LSHĐ tại nhóm ngân hàng quốc doanh và LSLNH, cho thấy thị trường vẫn tiếp tục phản ánh kỳ vọng chi phí vốn cao hơn.

Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN)

- Hoạt động phát hành TPDN có xu hướng trầm lắng trong tháng 1 với duy nhất một đợt phát hành TPDN riêng lẻ thành công của Khải Hoàn Land, với giá trị 190 tỷ đồng, lãi suất phát hành 13,5%, kỳ hạn 5 năm.

Chuyên viên phân tích

Trương Thanh Nguyên

Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương

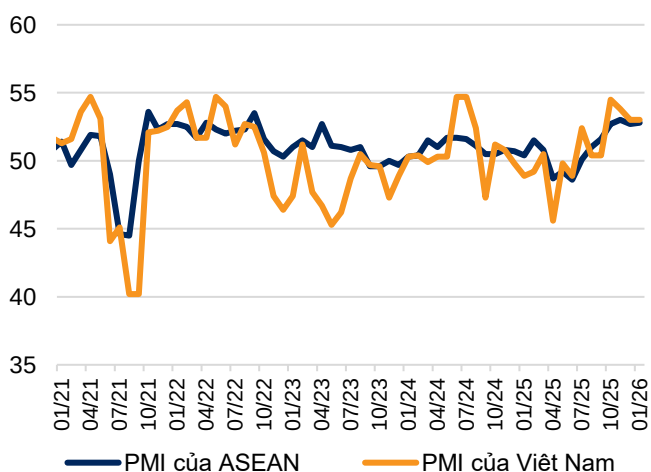
khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Điểm nhấn vĩ mô

Kỳ nghỉ Tết làm nhiều dữ liệu kinh tế vĩ mô tháng 1

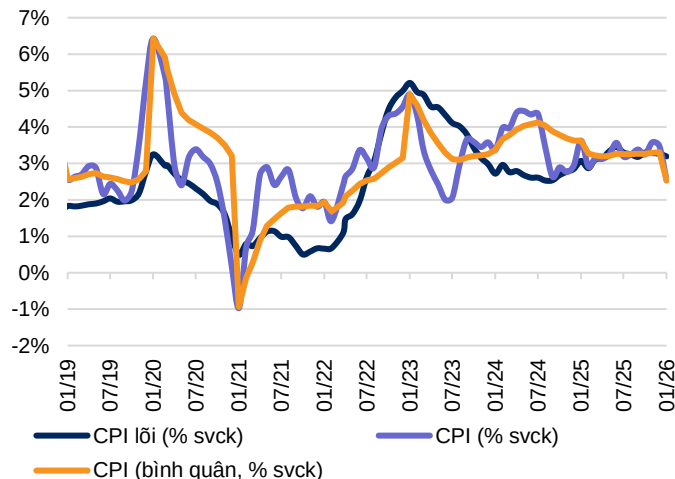
- Hoạt động sản xuất có diễn biến tương đối ổn định so với tháng trước.** Trong đó, chỉ số sản xuất toàn ngành công nghiệp (IIP) tháng 01/2026 ước giảm 0,2% so với tháng trước và tăng 21,5% svck, chủ yếu do mức nền thấp khi Tết Nguyên Đán diễn ra trễ hơn so với năm ngoái. Chỉ số PMI sản xuất Việt Nam của S&P Global đạt 52,5 trong tháng 1, thấp hơn nhẹ so với 53,0 của tháng 12, nhưng vẫn cho thấy mức cải thiện tích cực trong điều kiện hoạt động sản xuất tháng thứ 7 liên tiếp nhờ tốc độ tăng trưởng sản lượng, đơn hàng và việc làm đều cải thiện. Niềm tin kinh doanh về triển vọng 12 tháng tới tăng tháng thứ tư liên tiếp và đạt mức cao nhất kể từ tháng Ba 2024.
- Tăng trưởng tiêu dùng nội địa vẫn còn chậm.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành tháng Một năm 2026 tăng 2,6% so với tháng trước và tăng 9,3% svck, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6,3%, tương đương mức tăng cùng kỳ năm 2025. Mặc dù, sản xuất và lạm phát vẫn duy trì ổn định, tâm lý tiêu dùng vẫn bị ảnh hưởng bởi xu hướng lãi suất tăng, giá vàng tăng bất thường và chính sách thu thuế mới đối với hộ kinh doanh.
- Thương mại quốc tế vẫn diễn ra sôi động, mặc dù cán cân chuyển sang thâm hụt.** Bất chấp các lo ngại về thuế quan, xuất khẩu tháng 1 vẫn đạt 43,2 tỷ USD, giảm 2,0% so với mức nền cao của tháng 12, nhưng vẫn tăng 29,7% svck (một phần do tháng 1/2025 bị ảnh hưởng bởi Tết Nguyên Đán). Trong đó, khu vực vốn đầu tư nước ngoài với các sản phẩm điện tử, máy tính và máy móc thiết bị vẫn dẫn dắt đà tăng trưởng. Kim ngạch nhập khẩu hàng hóa tháng 1/2026 đạt 45,0 tỷ USD, tăng 0,6% so với tháng trước và 49,2% svck. Cán cân thương mại ghi nhận mức thâm hụt 1,78 tỷ USD, phản ánh sự gia tăng nhập khẩu nguyên liệu đầu vào sản xuất cùng với sự phục hồi của ngành sản xuất và đầu tư.
- FDI giải ngân tháng 1 cao nhất 5 năm,** đạt 1,7 tỷ USD, tăng 11,3% svck. Đây là số vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài thực hiện cao nhất tháng 1 trong 5 năm qua, cho thấy sức hút và niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài đối với triển vọng dài hạn của Việt Nam. Tuy nhiên, vốn đầu tư nước ngoài đăng ký vào Việt Nam trong tháng 1 giảm mạnh 40,6% svck, chỉ đạt 2,6 tỷ USD chủ yếu do vốn điều chỉnh tăng thêm giảm 67,4% svck trong khi vốn FDI đăng ký mới tăng 23,8% svck. Vốn FDI đăng ký thường có sự biến động hơn phụ thuộc vào thời gian đăng ký và phê duyệt dự án, nhưng đây cũng là một dấu hiệu cần theo dõi trong bối cảnh vĩ mô toàn cầu còn nhiều bất ổn.

Hình 4: Chỉ số PMI sản xuất



Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Chỉ số giá CPI



Nguồn: Tổng cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

- **Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công ngay từ đầu năm** với vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tháng 01/2026 ước tăng 19,3% svck (tháng 1/2025 chỉ tăng 11,8%) và đạt 4,8% kế hoạch (cùng kỳ đạt 3,6%). Dù vậy, số liệu tháng 1 phần bị ảnh hưởng bởi chênh lệch thời điểm diễn ra Tết Nguyên Đán giữa hai năm, nên vẫn cần được theo dõi thêm.
- **Lạm phát tiếp tục được kiểm soát** với CPI toàn phần tăng 2,53% svck và lạm phát cơ bản tháng 01/2026 tăng 3,19% svck. Ngành thực phẩm và dịch vụ ăn uống là những yếu tố đóng góp chính, với giá thịt lợn tăng trước Tết Nguyên đán. Xu hướng chi phí đầu vào cần được theo dõi để đánh giá áp lực đẩy giá tiềm tàng.

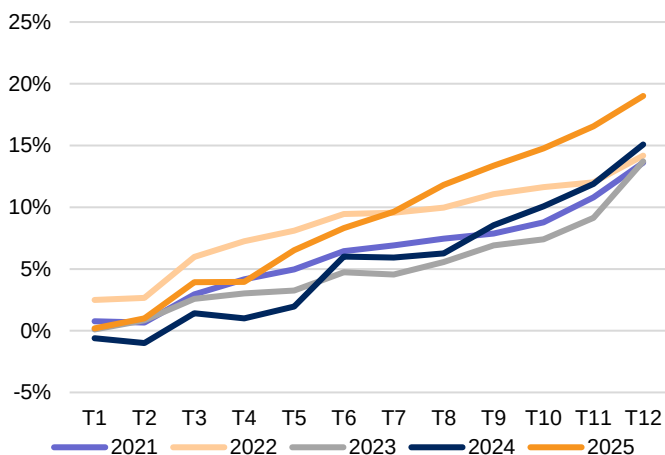
Thị trường tiền tệ

Đà tăng lãi suất huy động chứng lại sau một đợt tăng mạnh

Diễn biến lãi suất huy động trong tháng 1/2026 có xu hướng ổn định trở lại sau một đợt tăng mạnh ~50 điểm cơ bản đối với cả ngân hàng quốc doanh và tư nhân trong tháng 12/2025. Tính đến ngày 30/01, đối với nhóm ngân hàng quốc doanh, LSHĐ bình quân mức 2,4% đối với kỳ hạn 3T và 5,2% đối với kỳ hạn 12 tháng. Đối với nhóm ngân hàng tư nhân, LSHĐ kỳ hạn 3T đạt 4,19% và kỳ hạn 12T đạt 5,55%.

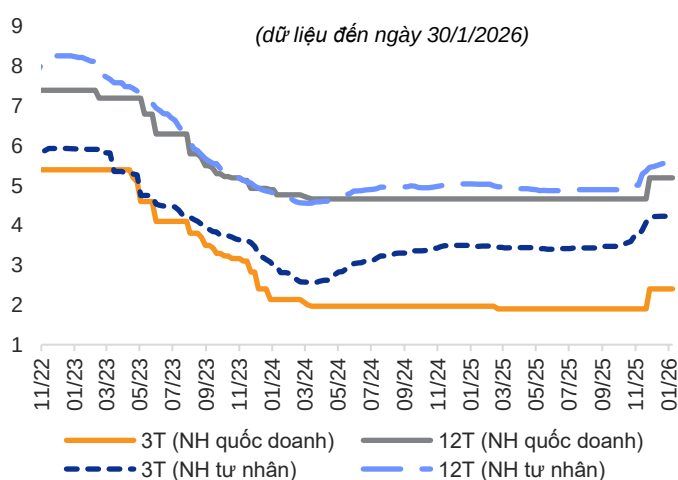
Tuy nhiên, với tình hình thanh khoản hệ thống căng thẳng như hiện tại, áp lực huy động vẫn còn hiện hữu có thể gây áp lực khiến lãi suất huy động trên thị trường quay lại xu hướng tăng trong những tháng tới.

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Lãi suất huy động tại quầy của các NHTM



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

LSLNH biến động mạnh đầu năm, NHNN bơm ròng kỷ lục

Cuối tháng 12/2025, áp lực thanh khoản đẩy LSLNH qua đêm lên 8,15% và lãi suất 1 tuần lên 9,0% vào ngày 31/12/2025, phản ánh căng thẳng ngắn hạn trong cao điểm cuối năm. Sang tháng 1/2026, mặc dù vẫn còn một số biến động nhưng mặt bằng lãi suất tạm thời hạ nhiệt khi yếu tố thời vụ suy giảm, với LSLNH qua đêm giảm về 2,6–3,8% trong giai đoạn 9/1–22/1.

Tuy nhiên từ cuối tháng 1/2026, điều kiện thanh khoản đảo chiều nhanh chóng. LSLNH qua đêm tăng trở lại lên vùng 5,3–5,8% trong giai đoạn 26/1–30/1, trước khi căng thẳng đạt đỉnh trong những ngày đầu tháng 2. Ngày 3/2, LSLNH qua đêm bật tăng lên 17,25%, trong khi lãi suất 1 tuần vọt lên 14%, cho thấy tình trạng thiếu hụt VND ngắn hạn mang tính cục bộ và đột ngột trong hệ thống. Dù lãi suất đã hạ trong các phiên sau đó, mặt bằng vẫn duy trì ở mức cao, với

LSLNH qua đêm ở 8,25% (5/2) và tăng trở lại 10,68% (6/2); lãi suất 1 tuần dao động 8,6–10,1%, phản ánh chi phí vốn ngắn hạn vẫn ở mức cao.

Thanh khoản hệ thống căng thẳng do sự kết hợp từ nhiều yếu tố mang tính mùa vụ cũng như kỹ thuật như:

- 1) Nhu cầu thanh toán, giao dịch VND tăng cao trước dịp lễ tết.
- 2) Thu ngân sách tăng nhanh hơn chi, khiến dòng tiền hút vào tăng nhanh hơn dòng tiền bơm ra, tạo khoảng trống dòng tiền trên thị trường. Theo Cục Thống kê, thặng dư NSNN tháng 1 tăng 34,3% svck đạt 207,7 nghìn tỷ đồng, mức cao nhất trong nhiều năm qua. Trong đó, tổng thu NSNN tháng 1 đạt 370,7 nghìn tỷ đồng, đạt 14,7%, tăng 20,1% svck. Ở chiều ngược lại, chi NSNN tháng 1 chỉ mới đạt 163 nghìn tỷ đồng, ~5,2% kế hoạch và tăng 6,4%. Thu NSNN tháng đạt kết quả tích cực chủ yếu nhờ thu nội địa (chiếm 92% tổng thu) tăng 17,6%. Trong đó, một số khoản thu nội địa đạt khá như thu hồi vốn, thu cổ tức, lợi nhuận, lợi nhuận sau thuế, chênh lệch thu chi của NHNN (~ 55,1 nghìn tỷ đồng, tăng 175,6% svck) và các khoản thu từ nhà, đất (~42,3 nghìn tỷ (+2,7% svck)).
- 3) Chính sách thuế mới khiến nhiều hộ kinh doanh (HKD) chuyển sang ưu tiên nhận tiền mặt. Theo ước tính của Bộ Tài chính, cả nước có khoảng 240 nghìn HKD có doanh thu trên 500 triệu đồng/năm. Giả sử nhóm này trước đây chủ yếu nhận chuyển khoản và nay chuyển sang tiền mặt, hệ thống sẽ mất đi một phần dòng tiền luân chuyển.
- 4) Giá vàng biến động mạnh tại vùng đỉnh lịch sử cũng một phần kích hoạt dòng tiền đầu cơ chảy ra khỏi hệ thống.

Các yếu tố diễn ra ngay thời điểm cận tết, nhu cầu giao dịch VND và trên mức nền thiếu hụt thanh khoản do chênh lệch giữa tăng trưởng huy động (15%) và tín dụng (19%) từ cuối năm 2025, đã khiến cho LSLNH tăng cao bất thường trong giai đoạn vừa qua.

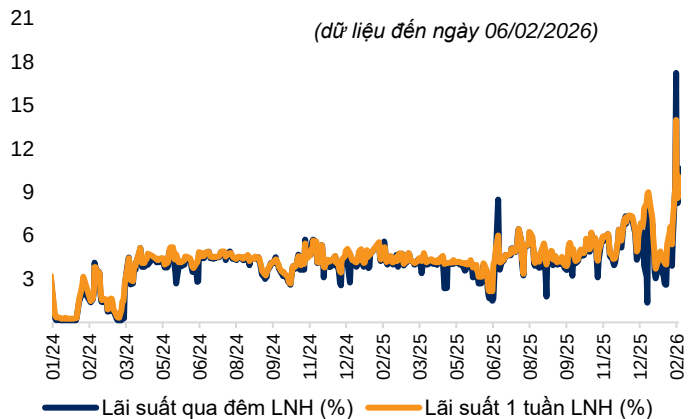
Trước diễn biến này, NHNN bơm ròng kỷ lục 164 nghìn tỷ đồng (6 tỷ USD) trong tuần kết thúc ngày 6/2, nâng bơm ròng lũy kế lên 482 nghìn tỷ đồng (18,5 tỷ USD). Quy mô bơm ròng lớn kỷ lục trong thời gian rất ngắn cho thấy NHNN xác định đây là cú sốc thanh khoản mang tính kỹ thuật, cần xử lý nhanh để tránh LSLNH duy trì ở mức hai chữ số và hạn chế rủi ro lan tỏa sang mặt bằng lãi suất thị trường. Song song, trong giai đoạn 4–6/2/2026, NHNN thực hiện hoán đổi USD/VND kỳ hạn 21 ngày với hạn mức tối đa ~1 tỷ USD, theo hình thức mua USD giao ngay và bán lại USD kỳ hạn, qua đó bơm trực tiếp lượng lớn VND vào hệ thống trong ngắn hạn. Với quy mô tối đa, nghiệp vụ này tương đương cung ứng ~26 nghìn tỷ đồng/phiên, bổ sung thanh khoản tức thời nhưng không làm thay đổi trạng thái dự trữ ngoại hối ròng về trung hạn.

Với các biện pháp can thiệp mạnh của Ngân hàng Nhà nước, chúng tôi kỳ vọng áp lực thanh khoản sẽ giảm bớt sau kỳ nghỉ Tết khi các yếu tố mùa vụ qua đi. Tuy vậy, việc LSLNH tăng lên vùng hai chữ số và duy trì trong nhiều ngày cho thấy thanh khoản hệ thống đang trở nên nhạy cảm hơn, và rủi ro biến động mạnh ở kỳ hạn ngắn có thể chưa thực sự chấm dứt. Diễn biến lãi suất liên ngân hàng trong thời gian tới sẽ phụ thuộc vào tốc độ giải ngân đầu tư công, khi dòng tiền thực dài hạn được bơm ra thị trường kết hợp với các chính sách điều tiết trong ngắn hạn của NHNN.

Trong bối cảnh đó, các ngân hàng vẫn chịu áp lực nâng lãi suất huy động nhằm bù đắp chênh lệch thanh khoản phát sinh từ tăng trưởng tín dụng cao vào cuối năm 2025. Mặc dù vậy, mục tiêu tăng trưởng tín dụng 15% cho năm 2026, thấp hơn mức 19% của năm 2025, cho thấy định hướng kiểm soát chặt chẽ dòng

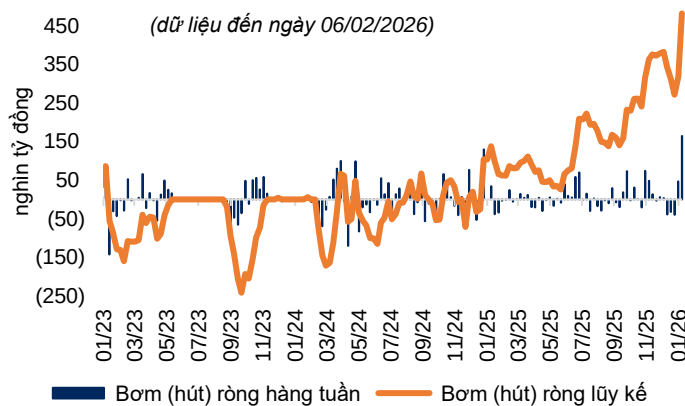
vốn nhằm giảm dư địa cho các hoạt động mang tính đầu cơ, qua đó góp phần ổn định mặt bằng lãi suất.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Bơm/hút ròng của NHNN trên OMO



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

USD yếu cùng cố diễn biến VND nhưng rủi ro địa chính trị gia tăng

Fed giữ nguyên lãi suất trong cuộc họp đầu năm

Các dữ liệu kinh tế của Mỹ tiếp tục cho thấy nền kinh tế đang hạ nhiệt có kiểm soát, song chưa đủ yếu để Fed đẩy nhanh chu kỳ nới lỏng, tạo nền tảng cho quyết định giữ nguyên lãi suất lần đầu tiên sau ba lần cắt liên tiếp kể từ tháng 9/2025.

Nhóm dữ liệu chủ chốt cho thấy xu hướng lạm phát hạ nhiệt chậm, chỉ số PCE lõi tháng 11 tăng 2,8% svck (tháng 10: 2,7% svck), lạm phát từ lâu đã hạ so với đỉnh nhưng vẫn dao động quanh vùng 2,7–2,8%. CPI toàn phần tháng 12 tăng 2,7% svck (không đổi sv tháng 11), xác nhận quá trình giảm phát diễn ra chậm. Trên thị trường lao động, tỷ lệ thất nghiệp duy trì quanh 4,4–4,5%, trong khi tăng trưởng việc làm và tiền lương tiếp tục chậm lại so với nửa đầu năm 2025. Nhìn chung, dữ liệu cho thấy nền kinh tế Mỹ vẫn duy trì trạng thái hạ nhiệt có kiểm soát với tiêu dùng chậm lại, tăng trưởng tiền lương giảm dần và niềm tin người tiêu dùng ổn định hơn; các chỉ báo dẫn dắt như PMI dịch vụ – sản xuất duy trì quanh ngưỡng trung tính, cho thấy rủi ro suy thoái giảm nhưng đà phục hồi vẫn chưa đủ mạnh để Fed tự tin nới lỏng sớm.

Trên nền dữ liệu này, các thành viên Fed tiếp tục nhấn mạnh lập trường chính sách hiện ở trên mức trung tính và cần thêm thời gian để đánh giá đầy đủ độ trễ của các đợt cắt giảm trước đó, dẫn đến quyết định giữ nguyên vùng lãi suất mục tiêu 3,50%–3,75% vào kỳ họp ngày 27-28/1/2026.

Về triển vọng, kịch bản cơ sở của thị trường hiện nay là Fed sẽ thực hiện tổng cộng khoảng 50 điểm cơ bản cắt giảm trong năm 2026, đưa lãi suất mục tiêu về vùng 3,00%–3,25%. Tuy nhiên, thời điểm cắt giảm đầu tiên nhiều khả năng diễn ra vào tháng 6/2026, muộn hơn so với kỳ vọng trước đây vào tháng 3–4, trong bối cảnh rủi ro hai chiều vẫn hiện hữu như 1) dữ liệu lao động và lạm phát có thể nóng trở lại, làm giảm dư địa nới lỏng; và 2) bất định thể chế và chính trị liên quan đến giai đoạn cuối nhiệm kỳ của Chủ tịch Powell vào khoảng tháng 5/2026.

Tỷ giá USD/VND giảm 1,3% trong tháng 1, xuống dưới mức 26,000 đồng

Tỷ giá USD/VND nhìn chung duy trì trạng thái ổn định với xu hướng hạ nhiệt từ cuối 2025 đến đầu 2026, khi USD tiếp tục suy yếu trên thị trường quốc tế và cầu VND tăng nhằm đáp ứng các nhu cầu giao dịch và thanh toán mang tính mùa vụ vào cuối năm và đầu năm mới. Tỷ giá USD/VND liên ngân hàng cuối tháng

1 đã giảm xuống ~ 25.950, tương ứng VND đã tăng giá 1,3% so với USD tính từ đầu năm.

Với diễn biến tỷ giá trong nước hiện tại, khả năng cao một lượng hợp đồng hoán đổi USD kỳ hạn 180 ngày do NHNN bán ra vào cuối tháng 8/2025 (~1,5 tỷ USD) đáo hạn cuối tháng 2/2026 với giá thực hiện 26.660 đồng sẽ bị hủy.

Rủi ro địa chính trị gia tăng thúc đẩy dòng tiền vào các tài sản trú ẩn

Ngay từ những ngày đầu năm 2026, căng thẳng địa chính trị và mức độ bất định chính sách của Mỹ nổi lên như các yếu tố quan trọng chi phối dòng tiền toàn cầu, qua đó làm gia tăng nhu cầu đối với các tài sản trú ẩn. Việc Mỹ tái khởi động thảo luận liên quan đến Greenland với lập luận về an ninh quốc gia, cùng với các tuyên bố về thuế quan đối với một số đối tác châu Âu, đã làm gia tăng mức độ không chắc chắn liên quan đến triển vọng thương mại và địa chính trị. Các diễn biến này chủ yếu đóng vai trò như yếu tố kích hoạt điều chỉnh khẩu vị rủi ro trong nửa cuối tháng 1, hơn là một cú sốc địa chính trị mang tính cấu trúc. Song song, thị trường cũng trở nên nhạy cảm hơn trước các thông tin liên quan đến tính độc lập của Fed và quá trình chuyển giao lãnh đạo, qua đó làm gia tăng phần bù rủi ro đối với tài sản Mỹ.

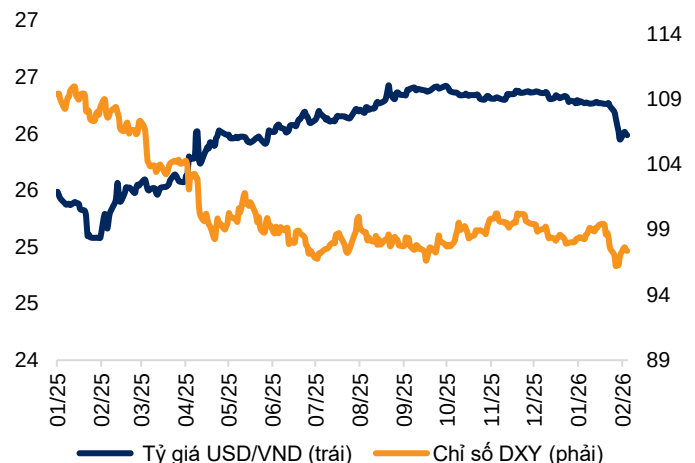
Trong bối cảnh đó, chỉ số DXY suy yếu về vùng thấp ngắn hạn quanh 96,2–97,0 từ giữa tháng 1, phản ánh sự điều chỉnh kỳ vọng đối với lộ trình lãi suất của Fed và sự gia tăng bất định chính sách. Đồng USD yếu đi đã củng cố dòng tiền chuyển sang các tài sản trú ẩn, đẩy giá vàng lên các mức kỷ lục mới. Giá vàng vượt mốc USD5.500/ounce (ngày 29/1), trước khi điều chỉnh mạnh và dao động quanh ngưỡng ~USD4.900/ounce sang đầu tháng 2, sau khi thị trường đánh giá lại triển vọng chính sách tiền tệ trong bối cảnh Tổng thống Trump đề cử Kevin Warsh làm Chủ tịch Fed kế nhiệm.

Hình 10: Giá vàng lập kỷ lục trước rủi ro địa chính trị



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: DXY suy yếu hỗ trợ tỷ giá USD/VND



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Dòng vốn rời khỏi các thị trường cận biên và mới nổi, trong đó có Việt Nam, có thể khiến áp lực tỷ giá quay trở lại. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng DXY suy yếu cùng với giải ngân FDI duy trì tích cực và triển vọng nâng hạng thị trường sẽ tiếp tục hỗ trợ nguồn cung ngoại tệ, qua đó giảm bớt áp lực lên tỷ giá.

Trái phiếu Chính phủ

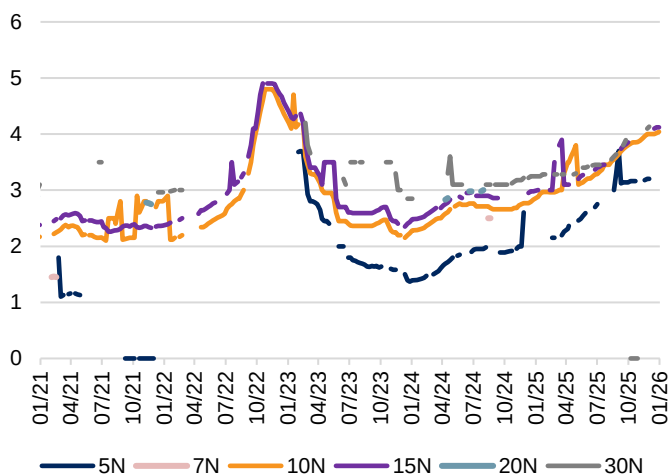
Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCP giảm mạnh trong tháng 1

Trong tháng 1/2026, KBNN đã tổ chức gọi thầu 61 nghìn tỷ đồng TPCP, nhưng chỉ có 44,5 nghìn tỷ được đặt thầu và 26 nghìn tỷ đồng trúng, giảm mạnh 59,7% so với tháng trước.

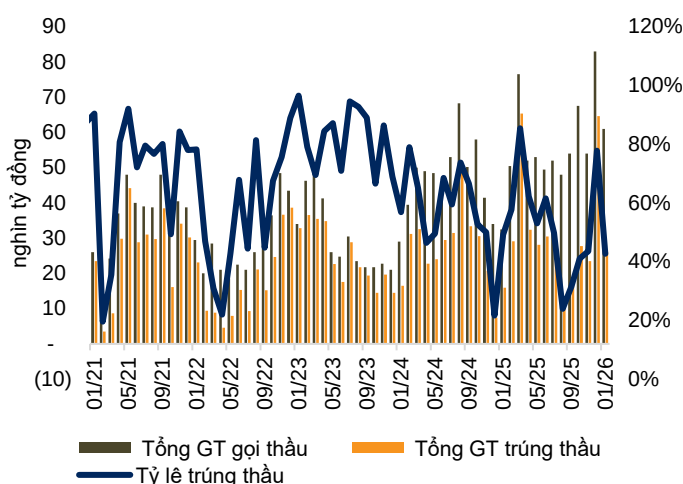
95% lượng phát hành tháng 1 là TPCP kỳ hạn 10 năm, với lợi suất trúng thầu trong khoảng 4,0% - 4,4%, bình quân tăng ~ 9 điểm cơ bản so với tháng trước. Ngoài ra, có 850 tỷ đồng TPCP kỳ hạn 15 được phát hành với lãi suất 4,1%, tăng 20 – 40 điểm cơ bản so với các đợt đấu thầu thành công gần nhất trong tháng 10/2025.

Hình 12: Lợi suất TPCP thị trường sơ cấp



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Phát hành TPCP tháng 1 giảm mạnh



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

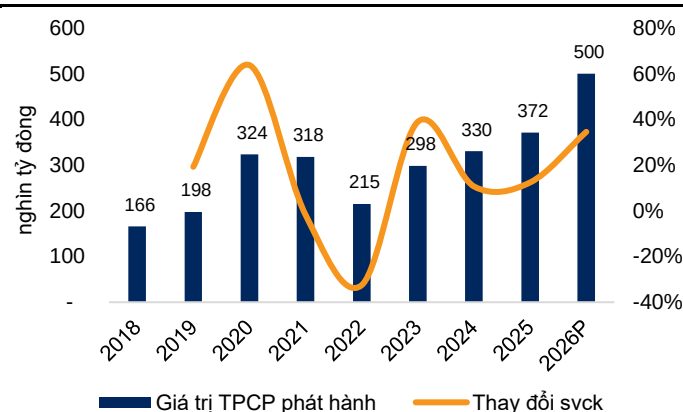
Lượng phát hành trong tháng 1 tương đương với 23,7% KHPH quý 1/2026 và 5,2% KHPH cả năm. Với mục tiêu đẩy mạnh giải ngân đầu tư công ngay từ đầu năm, chúng tôi kỳ vọng lợi suất TPCP sẽ tiếp tục tăng dần trong những tháng tới với tổng mức tăng cả năm từ 50 – 100 điểm cơ bản.

Hình 14: Phát hành TPCP trong tháng 1/2026

Kỳ hạn	Phát hành T1/26	% KHPH Q1/26	KHPH Q1/26
5	500	2,9%	17.000
7	-	-	2.000
10	24.696	38,0%	65.000
15	850	5,0%	17.000
20	-	0,0%	3.000
30	-	0,0%	6.000
Tổng cộng	26.046	23,7%	110.000

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Áp lực phát TPCP tăng trong năm 2026



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường thứ cấp

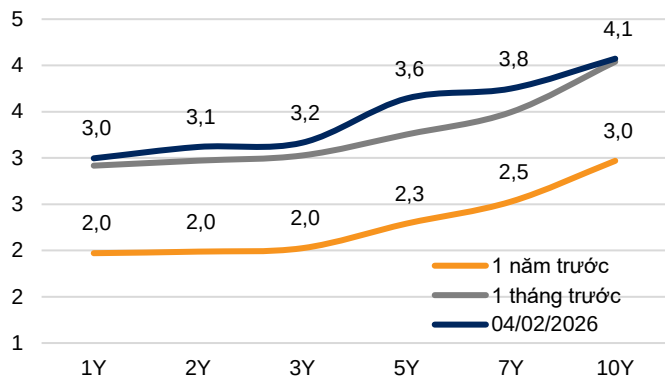
Lợi suất TPCP duy trì xu hướng tăng

Tương tự như lợi suất trúng thầu, lợi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng trong tháng 1/2026, phản ánh xu hướng đi lên của lãi suất huy động, đặc biệt tại nhóm ngân hàng quốc doanh.

Đến giữa tháng 1, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm tăng lên khoảng 3,6% (+39,0 điểm cơ bản so với tháng trước), trong khi lợi suất kỳ hạn 10 năm tăng lên quanh 4,1% (+16 điểm cơ bản).

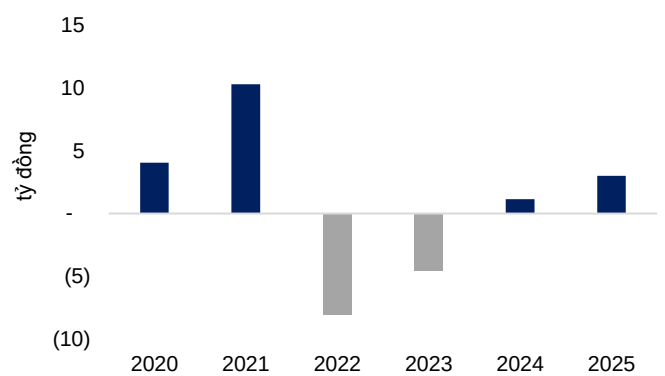
Đà tăng tiếp tục duy trì sang đầu tháng 2/2026, với lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm đạt khoảng 3,64% và kỳ hạn 10 năm duy trì quanh 4,07%. So với cùng kỳ năm trước, lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp đã tăng tương ứng khoảng 106–130 điểm cơ bản. Diễn biến này đồng pha với đợt nhích tăng của LSHĐ tại nhóm ngân hàng quốc doanh và biến động mạnh của LSLNH, cho thấy thị trường vẫn tiếp tục phản ánh kỳ vọng chi phí vốn cao hơn.

Hình 16: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp (%)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Mua/bán ròng của khối ngoại



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động phát hành riêng lẻ trầm lắng trong tháng đầu năm

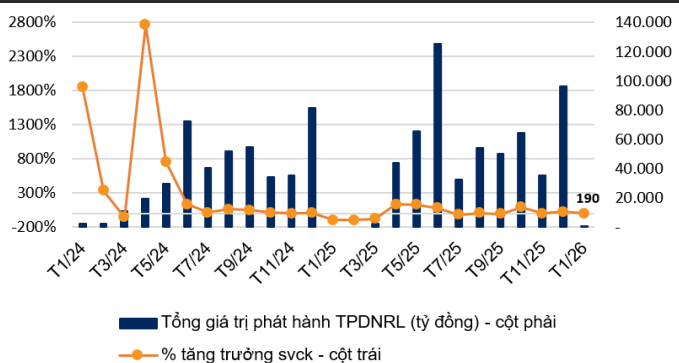
Theo dữ liệu tổng hợp, trong T1/26 chỉ ghi nhận duy nhất một đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thành công, với giá trị 190 tỷ đồng, giảm mạnh so với tháng trước. Trên thực tế, hoạt động phát hành TPDN thường có xu hướng trầm lắng trong giai đoạn đầu năm; diễn hình là hai tháng đầu năm 2025 không ghi nhận bất kỳ đợt phát hành riêng lẻ nào.

Đợt phát hành TPDN riêng lẻ duy nhất trong T1/26 thuộc về một doanh nghiệp BĐS có lãi suất phát hành, với lãi suất phát hành 13,5%/năm và kỳ hạn 5 năm.

Hoạt động mua lại trước hạn TPDN riêng lẻ cũng trầm lắng trong T1/26 với tổng giá trị TPDN riêng lẻ được mua lại trước hạn đạt hơn 1,1 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 97,2% so với tháng trước và giảm 91,3% svck. BĐS là nhóm đứng đầu về giá trị TPDN mua lại trong T1/26 với tổng giá trị mua lại đạt gần 1 nghìn tỷ đồng, chiếm 83,7% tổng giá trị TPDN được mua lại trước hạn trong T1/26.

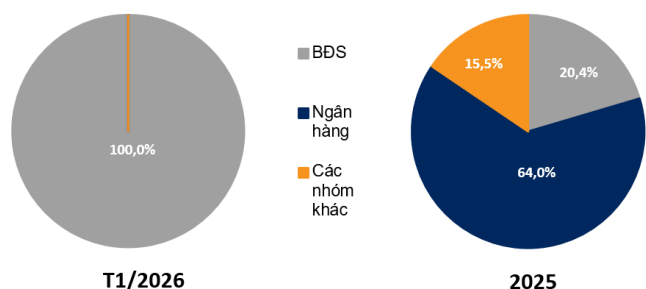
Theo số liệu của chúng tôi trong T2/26 sẽ có khoảng hơn 1,9 nghìn tỷ đồng TPDN riêng lẻ đáo hạn. Áp lực TPDN sẽ hạ nhiệt trong 2 tháng đầu năm 2026 trước khi tăng trở lại từ T3/26.

Hình 18: Giá trị TPDN phát hành riêng lẻ (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: TPDN phát hành riêng lẻ theo ngành

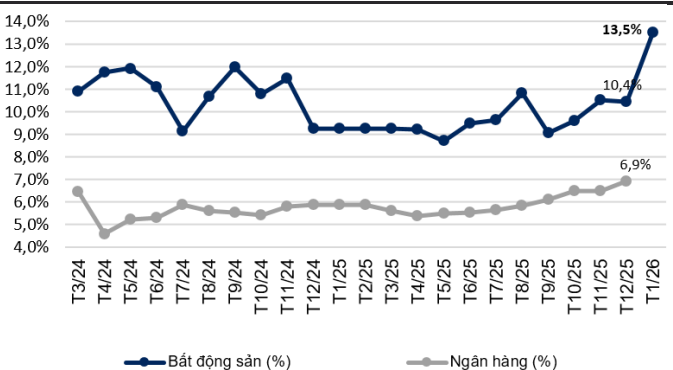


T1/2026

2025

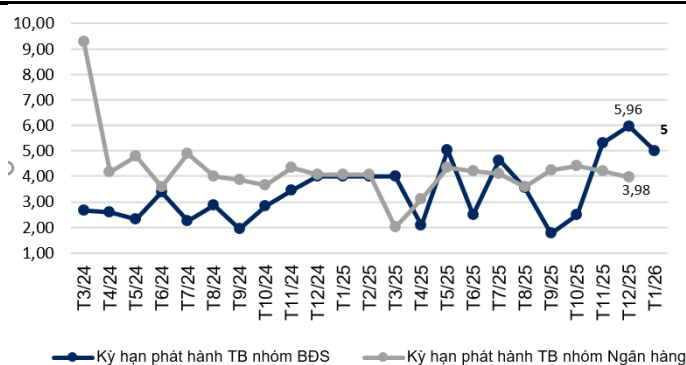
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Lãi suất phát hành TPDNRL bình quân (%)



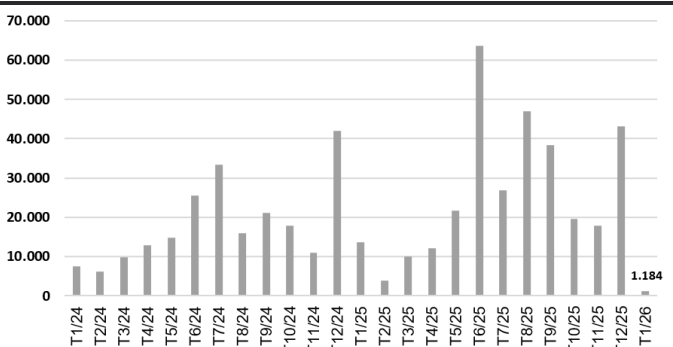
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân (năm)



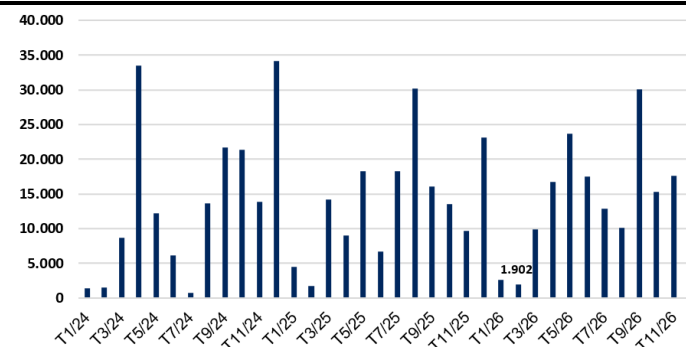
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Lượng TPDN mua lại trước hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Lượng TPDN đáo hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Danh sách các đợt phát hành TPDN trong T1/26

STT	Tên Doanh nghiệp	Ngành nghề hoạt động	Ngày phát hành	Tổng giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn trái phiếu (năm)	Lãi suất phát hành (%/năm)
1	CTCP Tập Đoàn Khải Hoàn Land	Bất động sản	06/01/2026	190	5,0	13,5

Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cấp cao

Email: Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương – Chuyên viên phân tích cấp cao

Email: Khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>