

**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

**Vũ Việt Linh**  
Trưởng Phòng, Ngành Kinh Tế Vĩ Mô  
linh.vuviet@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4870

## Dự địa dồi dào cho việc phát hành thêm TPCP trong Q1/2025

- Phát hành TPCP tháng 2 tăng 3% so với cùng kỳ đạt 29,1 nghìn tỷ đồng, nâng tổng giá trị phát hành 2 tháng đầu năm 2025 lên 44,6 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với cùng kỳ), tương đương 40% kế hoạch Q1 và 9% kế hoạch cả năm. Theo đó, dư địa phát hành trong phần còn lại của quý vẫn còn rất lớn.
- Trong nửa đầu tháng 3, lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 10 năm đã hạ nhiệt xuống 2,96% nhờ NHNN bơm ròng 23,6 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, cùng với điều kiện mặt bằng lãi suất thấp, đã hạn chế đà tăng của lợi suất trong nước. NHNN đã dừng phát hành tín phiếu từ ngày 5/3/2025 và hỗ trợ thanh khoản thông qua việc mở rộng kỳ hạn mua lại đảo ngược từ 7-91 ngày.
- Nhờ động thái bơm tiền của NHNN, lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng giảm xuống 4,26% tính đến ngày 17/3/2025 (giảm 33 điểm cơ bản so với cuối tháng 2/2025).

## Phát hành 2 tháng đầu năm 2025 đạt 40% kế hoạch Q1

Trong tháng 2, phát hành TPCP tăng 3% so với cùng kỳ và tăng 89% so với tháng trước đạt 29,1 nghìn tỷ đồng (trái phiếu kỳ hạn 10 năm chiếm 96%), tháng tăng thứ 2 liên tiếp. Trong 2 tháng đầu năm 2025, Kho bạc Nhà nước đã phát hành tổng cộng 44,6 nghìn tỷ đồng, giảm 7% so với cùng kỳ, bằng 40% mục tiêu Q1 và bằng 9% kế hoạch cả năm. Trái phiếu kỳ hạn 10 năm đạt 96% kế hoạch Q1, trong khi các kỳ hạn khác vẫn còn dư địa để phát hành thêm. Lợi suất trung bình quân tăng trong tháng thứ 3 liên tiếp, tăng 96 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 18 điểm cơ bản so với tháng trước lên 3,09%, với tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 58%.

## Thanh khoản ngày trên thị trường thứ cấp tăng 43% so với cùng kỳ

Tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp phục hồi lên 9,5 tỷ USD (tăng 72% so với cùng kỳ và tăng 37% so với tháng trước) với thanh khoản bình quân ngày tăng 43% so với cùng kỳ lên 530 triệu USD. Lợi suất TPCP Việt Nam bình quân đạt 2,71% trong tháng 2, có thể chịu ảnh hưởng do thanh khoản thắt chặt sau khi NHNN rút ròng, trong khi giá trị phát hành vẫn thấp hơn kế hoạch. Lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng 6-28 điểm cơ bản so với tháng trước (tăng 44-100 điểm cơ bản so với cùng kỳ), trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 2,42% và 3,09%.

Tuy nhiên, trong nửa đầu tháng 3, lợi suất TPCP Việt Nam kỳ hạn 10 năm hạ nhiệt xuống 2,96% (tăng 44 điểm cơ bản so với cùng kỳ) do NHNN chuyển sang bơm ròng, trong khi lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng nhẹ 3 điểm cơ bản, từ đó gia tăng chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam-Mỹ lên 131 điểm cơ bản. Trong khi đó, NĐT NN mua ròng trong tháng thứ 4 liên tiếp, với giá trị mua ròng giảm 21% so với tháng trước xuống 22,9 triệu USD trong tháng 2, từ đó nâng tổng giá trị mua ròng kể từ đầu năm lên 65,4 triệu USD.

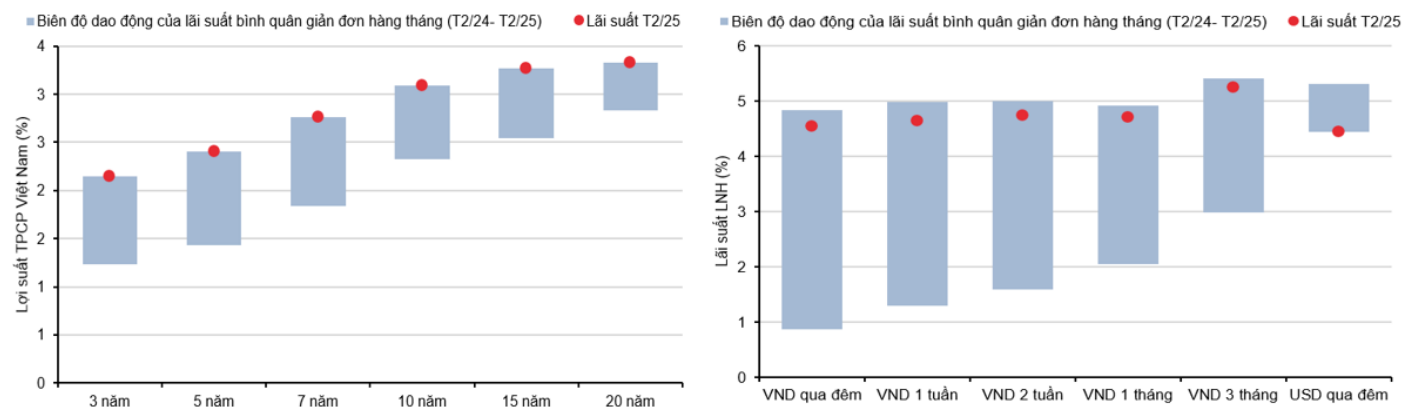
## Lãi suất cho vay liên ngân hàng hạ nhiệt nhờ NHNN bơm ròng qua thị trường OMO với kỳ hạn dài hơn

Trong tháng 2, lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng đồng VND đạt đỉnh ở mức 5,54% trước khi ổn định ở mức 4,59% (tăng 67 điểm cơ bản so với tháng trước) trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt sau khi NHNN rút ròng 41,1 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO, cùng áp lực tỷ giá kéo dài.

Trong nửa đầu tháng 3, lãi suất liên ngân hàng giảm nhờ NHNN hỗ trợ thanh khoản, bơm ròng 23,6 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO và dừng phát hành tín phiếu NHNN kể từ ngày 5/3/2025. Thanh khoản cũng được hỗ trợ thông qua việc mở rộng kỳ hạn (7-91 ngày) các hợp đồng mua lại đảo ngược với lãi suất ở mức 4%. Từ đó, lãi suất cho vay qua đêm tính đến ngày 17/3/2025 giảm xuống 4,26%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm xuống lần lượt 4,48% và 4,83%. Lãi suất cho vay qua đêm đồng USD giảm còn 4,29%, từ đó thu hẹp chênh lệch lợi suất VND-USD xuống âm 3 điểm cơ bản. Thanh khoản liên ngân hàng hằng ngày tăng mạnh 31% so với cùng kỳ và tăng 14% so với tháng trước lên 18,4 tỷ USD trong tháng 2, trong đó giao dịch qua đêm chiếm 93%.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 19/3.

## Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 2/2025



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

## Cập nhật thị trường TPCP tháng 2

Trong tháng 2, tổng giá trị phát hành TPCP tăng trong tháng thứ 2 liên tiếp lên 29,1 nghìn tỷ đồng, nâng tổng giá trị phát hành trong 2 tháng đầu năm 2025 lên 44,6 nghìn tỷ đồng, tương đương 40% kế hoạch Q1 và 9% kế hoạch cả năm. Lợi suất trúng thầu bình quân tăng lên 3,09% với tỷ lệ trúng thầu bình quân tăng lên 58% từ 49% trong tháng trước. Trên thị trường thứ cấp, NĐT NN mua ròng 22,9 triệu USD trong tháng 2. Trong khi đó, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 2,42% và 3,09% trong nửa đầu tháng 3, nhờ NHNN bơm ròng 23,6 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, cùng mặt bằng lãi suất thuận lợi. Lãi suất liên ngân hàng cũng hạ nhiệt nhờ NHNN hỗ trợ thanh khoản qua thị trường OMO.

### Thị trường sơ cấp

Trong tháng 2, phát hành TPCP tiếp tục xu hướng tăng trong tháng thứ 2 liên tiếp, tăng 3% so với cùng kỳ và tăng 89% so với tháng trước lên 29,1 nghìn tỷ đồng. Kỳ hạn 10 năm chiếm ưu thế khi chiếm 96% tổng giá trị phát hành. Tiếp theo là kỳ hạn 30 năm với 769 tỷ đồng và kỳ hạn 15 năm với 300 tỷ đồng. Trong khi đó, trái phiếu kỳ hạn 5 năm không được phát hành mới trong tháng (Biểu đồ 3-4) (Mời xem Biểu đồ 19 trong phần Phụ lục).

Từ đó, Kho bạc Nhà nước đã phát hành tổng cộng 44,6 nghìn tỷ đồng TPCP trong 2 tháng đầu năm 2025, giảm 7% từ mức 47,7 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái, tương đương 40% kế hoạch Q1 và 9% kế hoạch cả năm. Đáng chú ý, việc chỉ có trái phiếu kỳ hạn 10 năm hoàn thành 96% kế hoạch Q1 cho thấy dư địa phát hành vẫn còn lớn trong phần còn lại của quý (Biểu đồ 2).

**Bảng 2: Kế hoạch phát hành TPCP trong năm 2025**

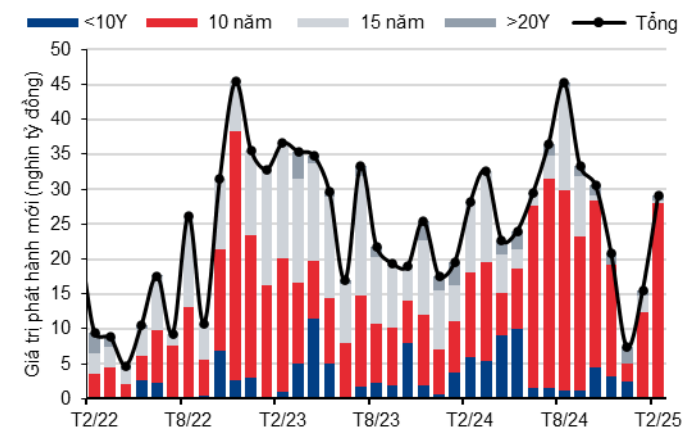
Giá trị phát hành thực tế trong hai tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 40% kế hoạch quý và 9% kế hoạch cả năm

| Kỳ hạn      | Kế hoạch 2025<br>(nghìn tỷ đồng) | Kế hoạch Q1/25<br>(nghìn tỷ đồng) | Thực tế T2/25<br>(nghìn tỷ đồng) | Thực tế Q1/25<br>(nghìn tỷ đồng) | % kế hoạch<br>Q1/25 | Thực tế 2025<br>(nghìn tỷ đồng) | % kế hoạch<br>năm 2025 |
|-------------|----------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|---------------------|---------------------------------|------------------------|
| 3 năm       |                                  | 0.0                               | 0.0                              | 0.0                              | 0%                  | 0.0                             |                        |
| 5 năm       |                                  | 25.0                              | 0.0                              | 0.1                              | 0%                  | 0.1                             |                        |
| 7 năm       |                                  | 2.0                               | 0.0                              | 0.0                              | 0%                  | 0.0                             |                        |
| 10 năm      |                                  | 42.0                              | 28.1                             | 40.3                             | 96%                 | 40.3                            |                        |
| 15 năm      |                                  | 35.0                              | 0.3                              | 2.7                              | 8%                  | 2.7                             |                        |
| 20 năm      |                                  | 2.0                               | 0.0                              | 0.5                              | 25%                 | 0.5                             |                        |
| 30 năm      |                                  | 5.0                               | 0.8                              | 1.0                              | 20%                 | 1.0                             |                        |
| <b>Tổng</b> | <b>500.0</b>                     | <b>111.0</b>                      | <b>29.1</b>                      | <b>44.6</b>                      | <b>40%</b>          | <b>44.6</b>                     | <b>9%</b>              |

Nguồn: VBMA, HSC

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

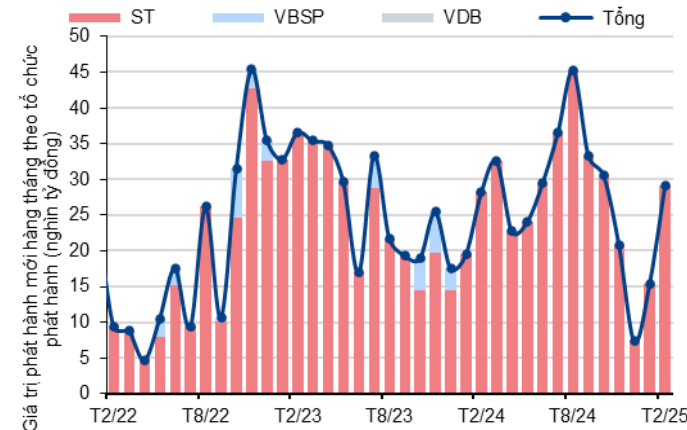
Giá trị phát hành mới tăng tháng thứ 2 liên tiếp, tăng 3% so với cùng kỳ lên 29,1 nghìn tỷ đồng



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 4: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo đơn vị phát hành**

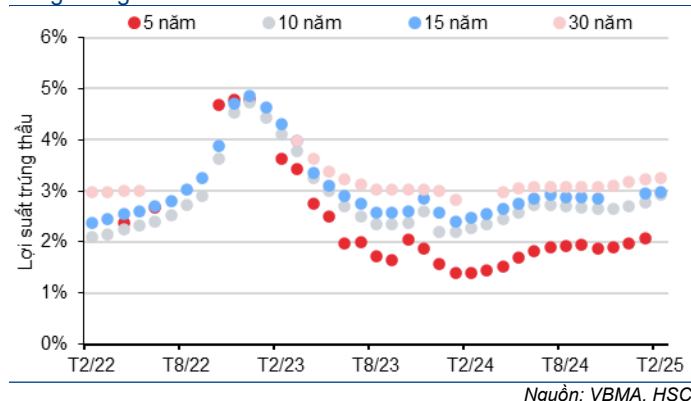
TPCP chỉ được phát hành bởi Kho bạc Nhà nước trong 14 tháng liên tiếp



Nguồn: VBMA, HSC

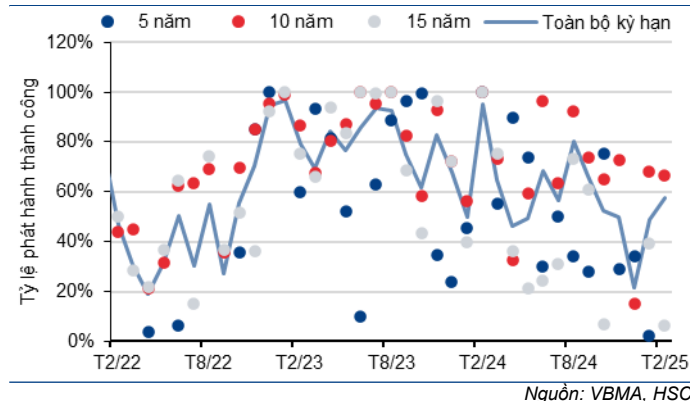
## Biểu đồ 5: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng (%/năm)

Lợi suất trúng thầu bình quân tăng mạnh 96 điểm cơ bản so với cùng kỳ & tăng 18 điểm cơ bản so với tháng trước lên 3,09% trong tháng 2



## Biểu đồ 6: Trái phiếu Chính phủ: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công bình quân tăng lên 58% trong tháng 2 (từ mức 49% trong tháng 1)



Lợi suất trúng thầu bình quân tháng 2 tăng mạnh 96 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 18 điểm cơ bản so với tháng trước lên 3,09%, tháng tăng thứ 3 liên tiếp. Lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng 2-15 điểm cơ bản, trong đó lợi suất kỳ hạn 10 năm, 15 năm và 30 năm ổn định lần lượt ở mức 2,94%, 3,00% và 3,27%. Ngoài ra, tỷ lệ phát hành thành công bình quân đã tăng lên 58% trong tháng 2 từ 49% trong tháng trước (Biểu đồ 5-6).

## Thị trường thứ cấp

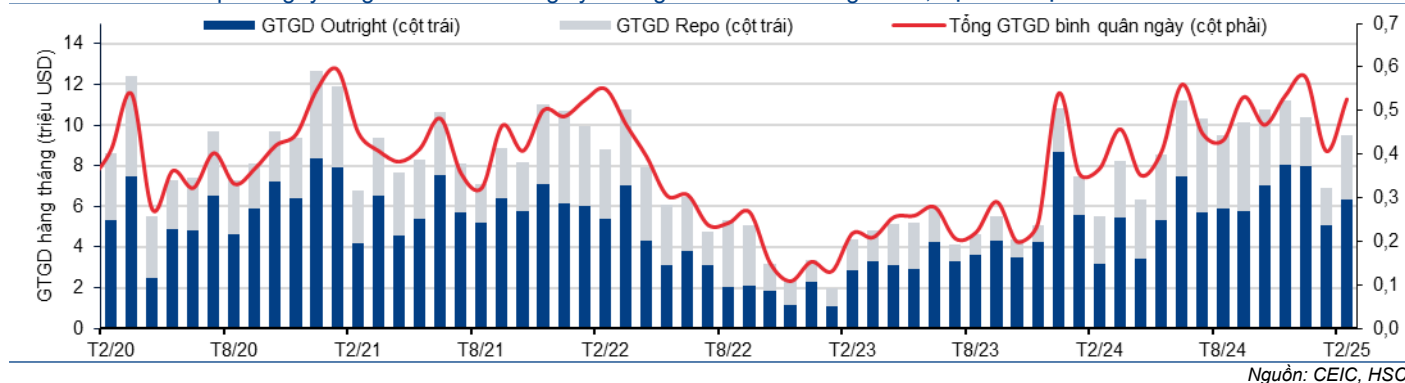
Tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp đã phục hồi trong tháng 2, đạt 9,5 tỷ USD (tăng 72% so với cùng kỳ và tăng 37% so với tháng trước) sau khi giảm nhẹ trong tháng trước do ảnh hưởng của kỳ nghỉ Tết. Thanh khoản bình quân ngày cải thiện đáng kể 43% so với cùng kỳ và tăng 29% so với tháng trước lên 530 triệu USD. Trong đó, giao dịch outright chiếm 67% tổng giá trị giao dịch trong tháng (Biểu đồ 7).

Tính đến cuối tháng 2, lợi suất bình quân TPCP Việt Nam tăng 79 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 10 điểm cơ bản so với tháng trước lên 2,71%. Lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng 6-28 điểm cơ bản so với tháng trước, trong đó lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 2,42% và 3,09%. So với cùng kỳ, lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng mạnh 44-100 điểm cơ bản (Biểu đồ 8-9).

Diễn biến tăng của lợi suất TPCP Việt Nam trong tháng 2 có thể ảnh hưởng bởi điều kiện thanh khoản thắt chặt, khi NHNN rút ròng qua thị trường OMO (chúng tôi sẽ phân tích ở phần sau). Ngoài ra, dư địa phát hành vẫn còn dồi dào với tổng giá trị phát hành trong 2 tháng đầu năm 2025 chỉ hoàn thành 40% kế hoạch Q1, điều này cũng góp phần làm tăng lợi suất trên thị trường thứ cấp. Trong khi đó, lợi suất TPCP Mỹ có diễn biến ngược lại, giảm 3 điểm cơ bản so với cùng kỳ và giảm 39 điểm cơ bản so với tháng trước xuống 4,24%, trước lo ngại ngày càng gia tăng về khả năng suy thoái kinh tế do chính sách thuế quan của tổng thống Trump.

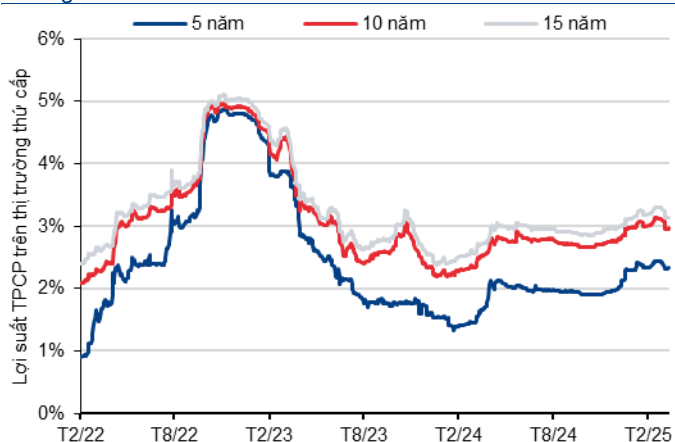
## Biểu đồ 7: GTGD hàng tháng & thanh khoản bình quân ngày

Trong tháng 2, tổng GTGD trên thị trường thứ cấp tăng mạnh 72% so với cùng kỳ & tăng 37% so với tháng trước lên 9,5 tỷ USD. Thanh khoản bình quân ngày tăng 43% so với cùng kỳ & tăng 29% so với tháng trước, đạt 530 triệu USD



**Biểu đồ 8: Biến động lợi suất trái phiếu Chính phủ**

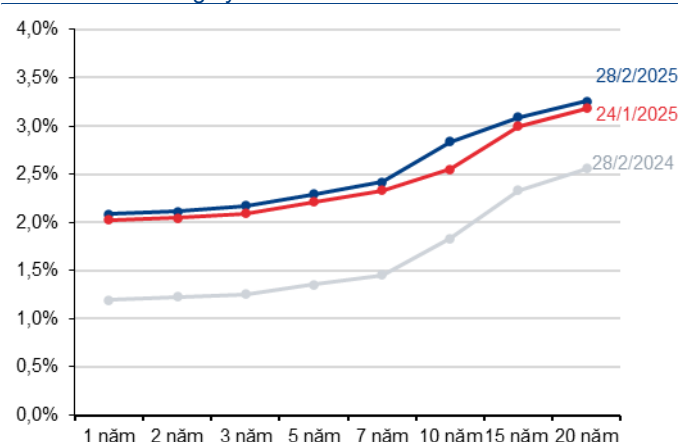
Bình quân lợi suất TP giảm nhẹ trong nửa đầu tháng 3 trong bối cảnh NHNN chuyển sang bơm ròng thanh khoản thông qua thị trường OMO



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 9: Đường cong lợi suất trái phiếu Chính phủ**

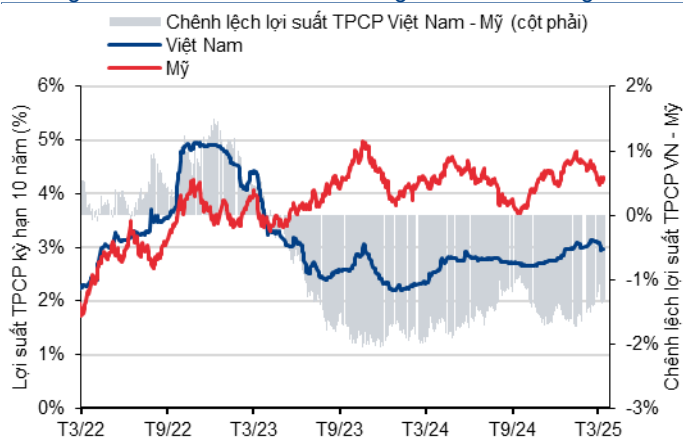
Đường cong lợi suất TPCP dịch chuyển lên trên trong tháng 2 với lợi suất trái phiếu tại tất cả các kỳ hạn tăng đáng kể 44-100 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: VBMA, HSC

**Biểu đồ 10: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam – Mỹ**

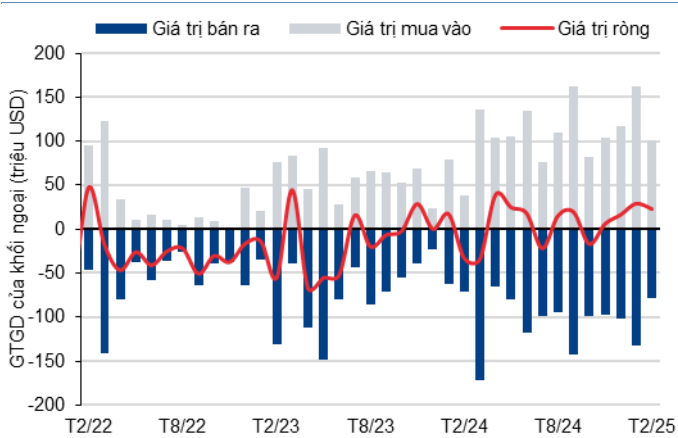
Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam và Mỹ đã tăng lên âm 131 điểm cơ bản trong 2 tuần đầu tháng 3



Nguồn: VBMA, VIRA, HSC

**Biểu đồ 11: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên TT thứ cấp**

NDT NN mua ròng 22,9 triệu USD TPCP trong tháng 2



Nguồn: CEIC, HSC

Trong nửa đầu tháng 3, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Việt Nam giảm 13 điểm cơ bản so với cuối tháng 2 xuống 2,96% (tăng 44 điểm cơ bản so với cùng kỳ), do NHNN chuyển sang bơm ròng và dừng phát hành tín phiếu. Mặt bằng lãi suất giảm cũng hạn chế mức tăng của lợi suất trong nước. Ngược lại, lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng nhẹ 3 điểm cơ bản, từ đó gia tăng chênh lệch lợi suất trái phiếu Việt Nam-Mỹ lên âm 131 điểm cơ bản từ âm 115 điểm cơ bản tại thời điểm cuối tháng 2 (Biểu đồ 10).

Trong khi đó, NĐT NN tiếp tục mua ròng trong tháng thứ 4 liên tiếp với tổng giá trị mua ròng đạt 584 tỷ đồng (22,9 triệu USD) trong tháng 2, giảm 21% so với mức 739 tỷ đồng (29 triệu USD) trong tháng 1. Theo đó, tổng giá trị mua ròng kể từ đầu năm đạt 65,4 triệu USD (Biểu đồ 11).

**Thị trường liên ngân hàng và OMO****Thị trường liên ngân hàng**

Trên thị trường thứ cấp, lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng đồng VND tăng mạnh lên mức đỉnh 5,54% trước khi giảm xuống 4,59% vào cuối tháng 2, tương đương tăng 67 điểm cơ bản so với tháng trước. Điều này phản ánh tình hình thanh khoản thắt chặt khi NHNN hút ròng qua thị trường OMO vào tháng 2, trong khi áp lực

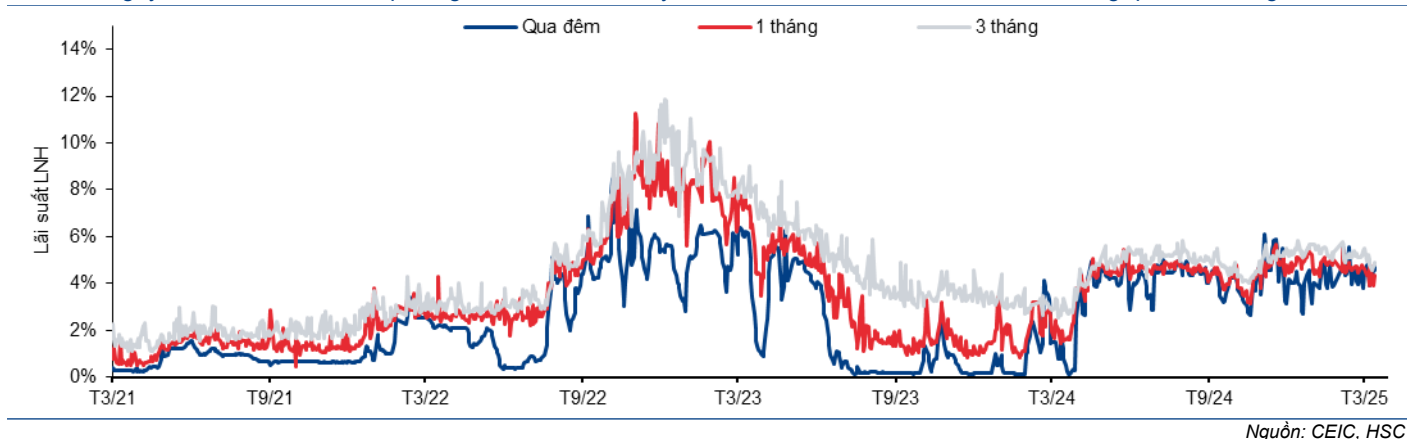
tỷ giá vẫn kéo dài. Ngoài ra, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng lần lượt ở mức 4,6% và 5,5% (Biểu đồ 12).

Tính đến ngày 17/3/2025, lãi suất liên ngân hàng tiếp tục giảm nhờ NHNN hỗ trợ thanh khoản qua thị trường OMO. Từ đó, lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 4,26%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng giảm xuống lần lượt 4,48% và 4,83% (giảm lần lượt 33 điểm cơ bản, 13 điểm cơ bản và 67 điểm cơ bản so với cuối tháng 2). Trong khi đó, lãi suất cho vay qua đêm đồng USD giảm nhẹ 2 điểm cơ bản xuống 4,29%, thu hẹp chênh lệch lợi suất VND-USD xuống âm 3 điểm cơ bản từ 28 điểm cơ bản vào cuối tháng 2 (Biểu đồ 13).

Đối với thanh khoản, giá trị giao dịch liên ngân hàng bình quân ngày tăng mạnh 32% so với cùng kỳ và tăng 14% so với tháng trước lên 18,4 tỷ USD vào tháng 2. Giao dịch qua đêm tăng 13% so với tháng trước lên 17 tỷ USD và chiếm 93% giá trị giao dịch (Biểu đồ 14).

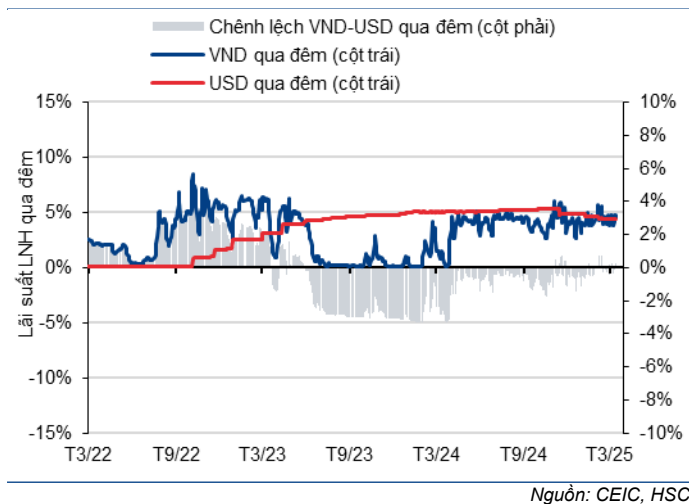
## Biểu đồ 12: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Tính đến ngày 17/3, lãi suất LNH tiếp tục giảm tại tất cả các kỳ hạn nhờ NHNN hỗ trợ thanh khoản thông qua thị trường OMO



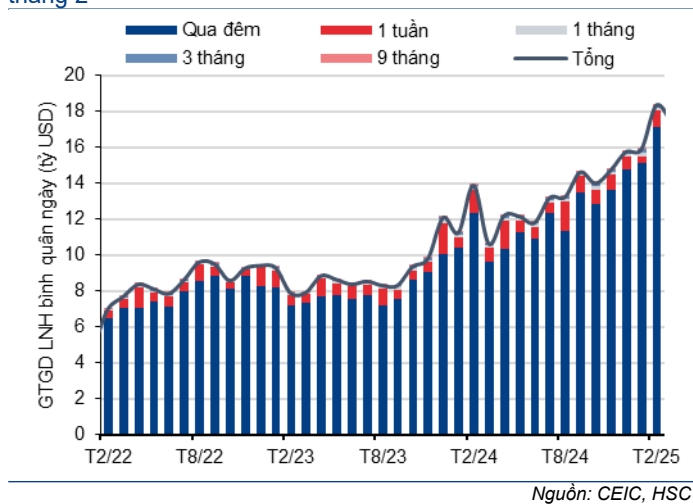
## Biểu đồ 13: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

Tính đến ngày 17/3, chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm đã giảm còn âm 3 điểm cơ bản



## Biểu đồ 14: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

GTGD liên ngân hàng bình quân ngày tăng mạnh 32% so với cùng kỳ & tăng 14% so với tháng trước, đạt 18,3 tỷ USD trong tháng 2



## Thị trường OMO

Trong tháng 2, NHNN đã rút 64,3 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành tín phiếu NHNN, bù trừ với 88,1 nghìn tỷ đồng đáo hạn trong tháng, tương đương bơm ròng 23,8 nghìn tỷ đồng. Ngoài ra, NHNN đã mua vào 286,4 nghìn tỷ đồng giấy tờ có giá từ các NHTM, bù trừ với 351,3 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương rút ròng 64,9 nghìn tỷ đồng. Nhìn chung, NHNN đã rút ròng tổng cộng 41,1 nghìn tỷ đồng khỏi thị trường trong tháng 2 (Biểu đồ 15-16).

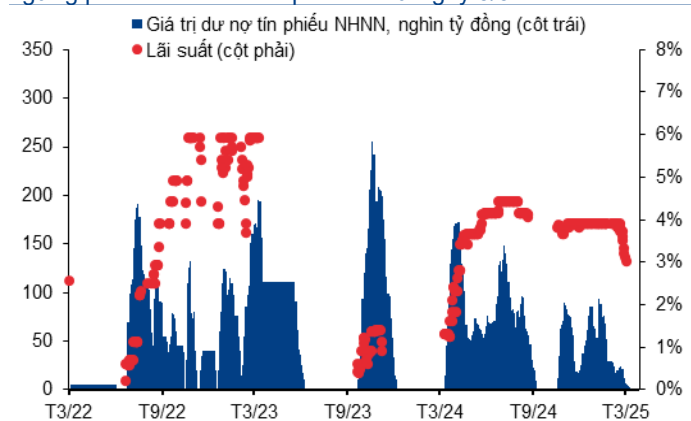
Trong 2 tuần đầu tháng 3, NHNN chỉ phát hành 2 nghìn tỷ đồng tín phiếu NHNN, trong khi 8 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 6 nghìn tỷ đồng. Thông qua hoạt động cho vay, NHNN đã bơm 99,5 nghìn tỷ đồng, với 81,9 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 17,6 nghìn tỷ đồng. Từ đó, tổng giá trị bơm ròng vào thị trường trong giai đoạn này đạt 23,6 nghìn tỷ đồng.

Đáng chú ý, sau khi giảm lãi suất tín phiếu từ 4% xuống 3,1% vào đầu tháng 3, NHNN đã ngừng phát hành thêm tín phiếu kể từ ngày 5/3/2025. Ngoài ra, thanh khoản được cung cấp thông qua các hoạt động mua lại đảo ngược với lãi suất 4%, và kỳ hạn kéo dài 7, 35 và 91 ngày. Điều này phản ánh lập trường nới lỏng tiền tệ của NHNN nhằm cung cấp nguồn vốn chi phí thấp hơn cho các NHTM và tạo điều kiện thuận lợi để giảm lãi suất cho vay, phù hợp với Công điện số [19/CĐ-TTg](#) về điều hành lãi suất.

Kể từ đầu năm, NHNN đã rút 228,8 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành tín phiếu NHNN trong khi bơm 619,5 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay. Tính đến ngày 15/3/2025, toàn bộ tín phiếu NHNN (do các NHTM nắm giữ) đã đáo hạn, trong khi giá trị các hợp đồng mua lại đảo ngược (do NHNN nắm giữ) ở mức 86,3 nghìn tỷ đồng, tương đương tổng lượng tiền bơm ròng lũy kế là 86,3 nghìn tỷ đồng.

**Biểu đồ 15: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)**

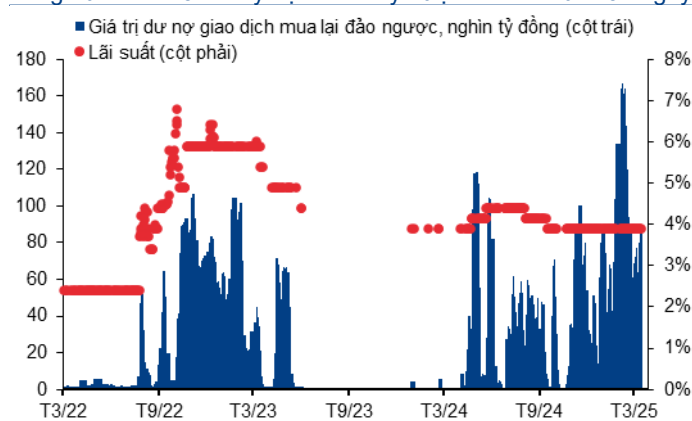
Sau khi giảm lãi suất tín phiếu từ 4% xuống 3,1%, NHNN đã ngừng phát hành thêm tín phiếu kể từ ngày 5/3



Nguồn: NHNN, HSC

**Biểu đồ 16: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)**

NHNN bơm ròng 23,6 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong nửa đầu T3 với kỳ hạn cho vay được kéo dài từ 7-91 ngày

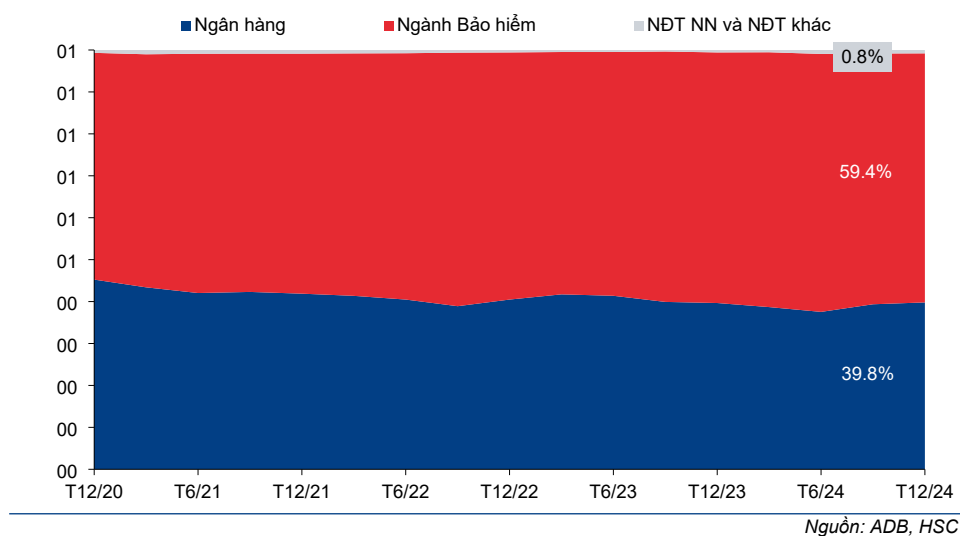


Nguồn: NHNN, HSC

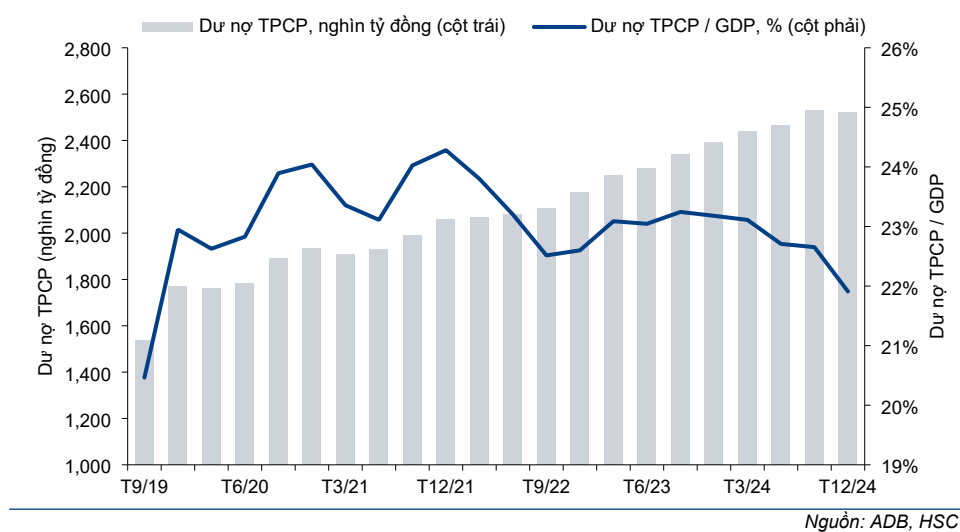
## Phụ lục

**Biểu đồ 17: Dự nợ TPCP theo nhà đầu tư**

Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 59% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối năm 2024

**Biểu đồ 18: Quy mô thị trường TPCP**

Dự nợ trái phiếu Chính phủ tính đến tháng 12/2024 bằng 22% GDP



Bảng 19: TPCP phát hành mới trong tháng 2

| 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) |
|----------------|--------------|----------------------------|----------------------------|------------------------------|------------------|
| 2/5/2025       | 5            | 500                        | 100                        | -                            | -                |
| 2/5/2025       | 20           | 500                        | -                          | -                            | -                |
| 2/5/2025       | 15           | 1,500                      | 750                        | 300                          | 3.00             |
| 2/5/2025       | 30           | 500                        | 500                        | 500                          | 3.25             |
| 2/5/2025       | 10           | 9,000                      | 10,030                     | 8,000                        | 2.88             |
| 2/12/2025      | 5            | 500                        | 100                        | -                            | -                |
| 2/12/2025      | 15           | 1,000                      | 400                        | -                            | -                |
| 2/12/2025      | 30           | 500                        | 36                         | 36                           | 3.25             |
| 2/12/2025      | 10           | 10,000                     | 11,800                     | 10,000                       | 2.94             |
| 2/19/2025      | 5            | 500                        | 100                        | -                            | -                |
| 2/19/2025      | 15           | 1,000                      | 400                        | -                            | -                |
| 2/19/2025      | 30           | 500                        | 183                        | 183                          | 3.28             |
| 2/19/2025      | 10           | 11,000                     | 12,000                     | 10,000                       | 2.97             |
| 2/26/2025      | 15           | 1,000                      | 400                        | -                            | -                |
| 2/26/2025      | 30           | 500                        | 150                        | 50                           | 3.28             |
| 2/26/2025      | 10           | 12,000                     | 11,760                     | 60                           | 2.97             |

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 20: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế &amp; dự báo của HSC

|                                                                       | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Tỷ giá</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)                                          | 23,210 | 23,155 | 23,085 | 22,765 | 23,555 | 24,265 | 25,480 | 26,000 | 26,000 |
| Tỷ giá (VND: CNY)                                                     | 3,562  | 3,317  | 3,535  | 3,579  | 3,415  | 3,418  | 3,491  | 3,514  | 3,514  |
| <b>GDP và việc làm</b>                                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)                                   | 7.47   | 7.36   | 2.87   | 2.58   | 8.10   | 5.05   | 7.09   | 6.70   | 5.80   |
| GDP (tỷ USD)                                                          | 304    | 332    | 346    | 370    | 408    | 434    | 476    | 488    | 532    |
| GDP bình quân đầu người (USD)                                         | 3,202  | 3,398  | 3,558  | 3,757  | 4,101  | 4,324  | 4,702  | 4,777  | 5,157  |
| Tài khoản vãng lai/GDP (%)                                            | 1.89   | 3.67   | 4.35   | -2.20  | -0.26  | 6.50   | 4.20   | 3.69   | 3.20   |
| Nợ công/GDP (%)                                                       | 46.2   | 42.8   | 43.8   | 44.7   | 38.0   | 38.8   | 37.6   | 37.8   | 38.2   |
| Nợ Chính phủ/GDP (%)                                                  | 39.5   | 37.4   | 38.5   | 39.6   | 34.7   | 35.8   | 28.3   | 29.4   | 30.4   |
| Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)                                   | 2.21   | 2.09   | 2.71   | 2.55   | 3.08   | 3.48   | 3.47   | 3.71   | 3.47   |
| Tổng dư nợ tín dụng / GDP                                             | 102.9  | 106.3  | 115.0  | 124.4  | 125.3  | 132.7  | 135.0  | 139.5  | 144.7  |
| FDI giải ngân / FDI (%)                                               | 6.3    | 6.1    | 5.8    | 5.3    | 5.5    | 5.3    | 5.3    | 5.5    | 5.3    |
| Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)                                       | 2.19   | 2.15   | 2.63   | 3.56   | 2.32   | 2.26   | 2.24   | 2.30   | 2.30   |
| <b>Giá cả</b>                                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)                        | 3.5    | 2.8    | 3.2    | 1.8    | 3.1    | 3.3    | 3.6    | 3.4    | 3.3    |
| CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)                                      | 3.0    | 5.2    | 0.2    | 1.8    | 4.5    | 3.6    | 2.9    | 3.4    | 3.3    |
| <b>Tiền tệ và lãi suất</b>                                            |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Lãi suất điều hành (%)                                                | 6.25   | 6.00   | 4.00   | 4.00   | 6.00   | 4.50   | 4.50   | 4.75   | 5.00   |
| Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)                                   | 3.9    | 1.4    | 0.2    | 0.7    | 4.4    | 0.5    | 4.0    | 3.8    | 3.3    |
| Tăng trưởng tín dụng (y/y %)                                          | 10.7   | 13.6   | 12.2   | 13.6   | 14.2   | 13.5   | 14.5   | 14.0   | 13.0   |
| Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)                                          | 9,212  | 10,574 | 12,111 | 13,402 | 14,227 | 15,999 | 17,759 | 19,890 | 22,277 |
| Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)                                       | 12.4   | 14.8   | 14.5   | 10.7   | 6.2    | 12.5   | 11.0   | 12.0   | 12.0   |
| Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)                                             | 55     | 79     | 95     | 107    | 85     | 90     | 80     | 85     | 95     |
| Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)                                        | 6.8    | 6.8    | 5.6    | 5.5    | 7.4    | 4.8    | 5.5    | 6.0    | 6.2    |
| Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)                                 | 5.0    | 5.0    | 4.0    | 4.0    | 6.0    | 4.75   | 4.75   | 4.75   | 4.75   |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)                                 | 4.4    | 2.4    | 1.2    | 1.0    | 4.6    | 1.9    | 2.4    | 3.0    | 3.1    |
| Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)                                | 4.9    | 3.2    | 2.0    | 2.9    | 4.8    | 2.2    | 2.8    | 3.2    | 3.3    |
| <b>Thương mại và kinh tế đối ngoại</b>                                |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Cán cân thương mại (tỷ USD)                                           | 7.2    | 10.9   | 19.9   | 3.3    | 12.1   | 28.4   | 24.8   | 27.5   | 25.3   |
| Tài khoản vãng lai (tỷ USD)                                           | 5.8    | 12.2   | 15.1   | -8.1   | -1.1   | 28.2   | 20.0   | 18.0   | 17.0   |
| Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)                                          | 238    | 253    | 263    | 333    | 360    | 326    | 381    | 423    | 456    |
| Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 12.5   | 6.7    | 3.7    | 26.7   | 8.0    | -9.2   | 16.7   | 11.0   | 8.5    |
| Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)                                          | 245    | 264    | 283    | 336    | 372    | 355    | 406    | 450    | 484    |
| Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)                                | 14.5   | 8.0    | 6.9    | 18.9   | 10.6   | -4.6   | 14.3   | 11.0   | 7.5    |
| Nợ nước ngoài (tỷ USD)                                                | 110    | 123    | 129    | 140    | 148    | 159    | 174    | 189    | 204    |
| Nợ nước ngoài/GDP (%)                                                 | 36.1   | 36.9   | 37.3   | 37.7   | 36.2   | 36.6   | 36.5   | 38.7   | 38.3   |
| Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)                                            | 19.1   | 20.4   | 20.0   | 19.7   | 22.4   | 23.2   | 25.4   | 26.9   | 27.9   |
| Vốn FDI cam kết (tỷ USD)                                              | 35.5   | 38.0   | 28.5   | 31.2   | 27.7   | 39.4   | 38.2   | 35.6   | 35.6   |
| <b>Kinh doanh &amp; Tiêu dùng</b>                                     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| PMI ngành sản xuất (cuối năm)                                         | 53.8   | 50.8   | 51.7   | 52.5   | 46.4   | 48.9   | 49.8   | 51.0   | 51.0   |
| Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)             | 11.4   | 6.2    | 9.5    | 8.7    | 0.2    | 5.8    | 8.8    | 8.3    | 7.5    |
| Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm) | 13.7   | 7.0    | 13.1   | 10.9   | 0.6    | 7.6    | 10.2   | 9.0    | 8.5    |
| Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)                  | 12.3   | 10.5   | 4.9    | 6.0    | 8.0    | 3.6    | 9.8    | 8.8    | 7.0    |
| Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)                               | 11.0   | 11.3   | -0.9   | -9.1   | 19.8   | 9.4    | 9.0    | 8.5    | 8.0    |

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.  

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$
  
 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB  
 76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
 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](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)