

Phát hành trái phiếu chính phủ ảm đạm trong bối cảnh lợi suất leo thang

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 giảm xuống 18 nghìn tỷ đồng trong tháng 5 (giảm 25% so với cùng kỳ và giảm 57% so với tháng trước), mức thấp nhất trong 4 tháng. Trong 5 tháng đầu năm 2025, giá trị phát hành mặc dù tăng 65% so với cùng kỳ, chỉ hoàn thành 34% mục tiêu cả năm 2025, điều này cho thấy dư địa phát hành còn lại đáng kể trong thời gian tới.
- Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục xu hướng tăng theo diễn biến trên thị trường sơ cấp và lợi suất TPCP Mỹ, cùng với việc NHNN rút ròng trong 2 tháng liên tiếp do hợp đồng mua lại đảo ngược đảo hạn.
- Lãi suất cho vay qua đêm liên ngân hàng biến động mạnh, giảm xuống 2,58% trước khi phục hồi lên 3,24% vào ngày 11/6/2025, nhờ NHNN áp dụng chính sách điều hành linh hoạt và tập trung vào ổn định tỷ giá.

Phát hành TPCP tháng 5 giảm xuống mức thấp nhất trong 4 tháng

Trong tháng 5, KBNN đã phát hành 18 nghìn tỷ đồng TPCP, mức thấp nhất kể từ tháng 1 và tháng giảm thứ 2 liên tiếp. Giá trị phát hành chủ yếu bao gồm TPCP kỳ hạn 10 năm (15,1 nghìn tỷ đồng, tương đương 84% tổng giá trị phát hành). Trong 5 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị phát hành đạt 170 nghìn tỷ đồng, tăng 65% so với cùng kỳ nhưng chỉ hoàn thành 34% mục tiêu cả năm 2025, điều này cho thấy dư địa phát hành còn lại đáng kể trong thời gian tới. Lợi suất trúng thầu bình quân tháng 5 đạt 3,02% với xu hướng tăng ở tất cả các kỳ hạn, trong khi tỷ lệ phát hành thành công giảm xuống 44%.

Lợi suất trên thị trường thứ cấp có xu hướng tăng, tăng 31 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 3 điểm cơ bản so với tháng trước

Giao dịch trên thị trường thứ cấp tăng mạnh trong tháng 5 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 23% so với cùng kỳ, tương đương tổng giá trị giao dịch trong tháng tăng 40% so với cùng kỳ đạt 11,7 tỷ USD, dẫn đầu là các giao dịch outright (chiếm 70% tổng giá trị giao dịch). Lợi suất trên thị trường thứ cấp cũng có xu hướng tăng tương tự như thị trường sơ cấp, với lợi suất bình quân tăng 31 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 3 điểm cơ bản so với tháng trước lên 2,72%. Tính đến cuối tháng 5, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 2,53% và 3,11%, so với [dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm](#) lần lượt ở mức 3% và 3,2%.

Bước sang tháng 6, lợi suất tiếp tục xu hướng tăng nhờ NHNN tiếp tục rút ròng và lợi suất TPCP Mỹ tăng cao. Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm của Việt Nam tăng lên 3,16% tại thời điểm ngày 13/6/2025, từ đó thu hẹp chênh lệch lợi suất trái phiếu Việt Nam-Mỹ kỳ hạn 10 năm xuống âm 125 điểm cơ bản. NĐT nước ngoài đã mua ròng trở lại 2,2 triệu USD trong tháng 5, nâng tổng giá trị mua ròng kể từ đầu năm lên 71 triệu USD.

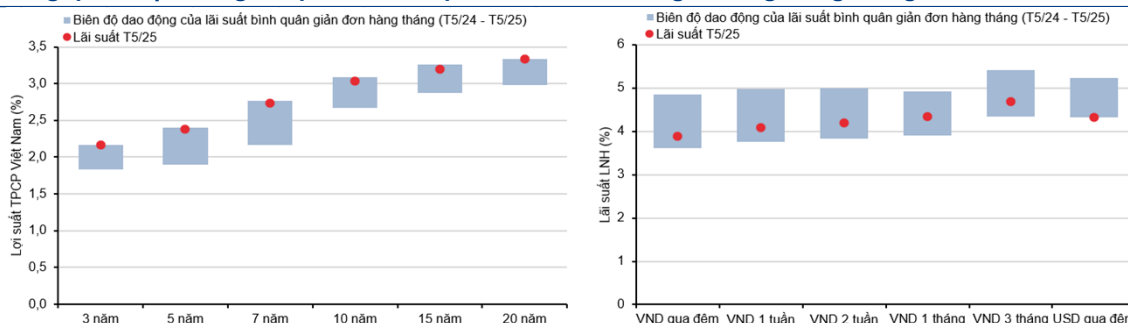
Lãi suất LNH giảm mặc dù NHNN tiếp tục rút ròng

Lãi suất LNH giảm ở hầu hết các kỳ hạn trong tháng 5, trong đó lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 3,1% vào cuối tháng mặc dù NHNN tiếp tục rút ròng thanh khoản. Tại thời điểm đầu tháng 6, lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 2,83% sau đó phục hồi lên 3,24%, từ đó thu hẹp chênh lệch lãi suất VND-USD còn âm 106 điểm cơ bản. Thanh khoản trên thị trường LNH vẫn dồi dào với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 61% so với cùng kỳ lên 19,3 tỷ USD, chủ yếu là giao dịch qua đêm (chiếm 95% tổng giá trị).

NHNN duy trì hoạt động thanh khoản chỉ thông qua các giao dịch mua lại đảo ngược, rút ròng 21,4 nghìn tỷ đồng trong tháng 5 và 13,6 nghìn tỷ đồng tính đến ngày 13/6/2025, do các giao dịch mua lại đảo ngược hết hạn. Kể từ đầu năm, toàn bộ tín phiếu NHNN đã đảo hạn trong khi giá trị các hợp đồng mua lại đảo ngược ở mức 36 nghìn tỷ đồng, tương đương tổng giá trị bơm ròng đạt 36 nghìn tỷ đồng. Lãi suất mua lại đảo ngược vẫn ổn định ở mức 4%, với kỳ hạn từ 7-91 ngày.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 17/6.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 5/2025



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

Cập nhật thị trường TPCP tháng 5/2025

Tổng giá trị phát hành TPCP giảm mạnh trong tháng 5, giảm 25% so với cùng kỳ và giảm 57% so với tháng trước, xuống 18 nghìn tỷ đồng, chủ yếu tập trung vào kỳ hạn 10 năm (chiếm 84% tổng giá trị phát hành). Lũy kế 5 tháng đầu năm 2025, tổng giá trị phát hành chỉ hoàn thành 34% mục tiêu cả năm. Trên thị trường thứ cấp, NĐT nước ngoài đã mua ròng trở lại với giá trị khiêm tốn 2,2 triệu USD sau khi bán ròng 20 triệu USD trong tháng 4. Lợi suất trái phiếu tăng ở tất cả các kỳ hạn do NHNN liên tục thắt chặt thanh khoản (chủ yếu do giao dịch mua lại đảo ngược đảo hạn) và lợi suất TPCP Mỹ tăng lên. Lãi suất cho vay qua đêm LNH biến động mạnh, giảm xuống 2,83% sau đó phục hồi lên 3,24%, từ đó giúp thu hẹp chênh lệch lãi suất VND-USD còn âm 106 điểm cơ bản.

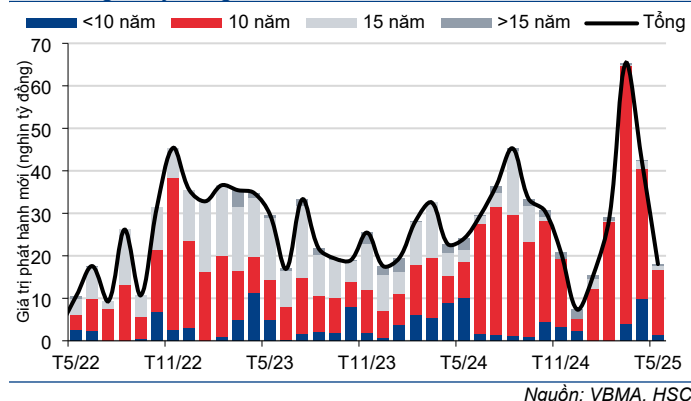
Thị trường sơ cấp

Trong tháng 5, KBNN phát hành 18 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm 25% so với cùng kỳ và giảm 57% so với tháng trước, mức thấp nhất kể từ tháng 1 và đánh dấu tháng giảm thứ 2 liên tiếp. TPCP kỳ hạn 10 năm tiếp tục chiếm ưu thế với 84% tổng giá trị phát hành, ở mức 15,1 nghìn tỷ đồng (tăng 75% so với cùng kỳ nhưng giảm 51% so với tháng trước). Giá trị phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 15 năm và 30 năm lần lượt ở mức 1,5 nghìn tỷ đồng, 1 nghìn tỷ đồng và 383 tỷ đồng (Biểu đồ 2-3) (Mời xem Biểu đồ 19 trong phần Phụ lục).

Lũy kế 5 tháng đầu năm 2025, KBNN đã huy động thành công 170 nghìn tỷ đồng TPCP, tăng 65% so với cùng kỳ, nhưng chỉ hoàn thành 34% mục tiêu cả năm (Biểu đồ 4). Trái phiếu kỳ hạn 10 năm tiếp tục chiếm ưu thế, với tổng giá trị phát hành đạt 146,6 nghìn tỷ đồng, đóng góp 86% tổng giá trị phát hành. Tính riêng giai đoạn từ đầu Q2 đến tháng 5/2025, tổng giá trị phát hành đạt 60,5 nghìn tỷ đồng, chỉ hoàn thành 50% mục tiêu Q2 là 120 nghìn tỷ đồng. Điều này cho thấy dư địa để phát hành trong những tháng tới vẫn còn nhiều.

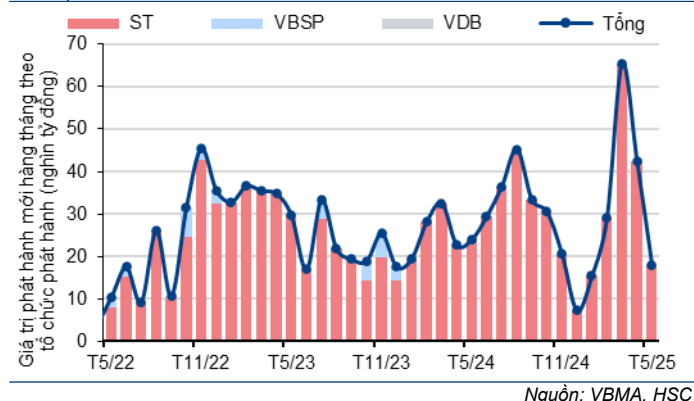
Biểu đồ 2: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo kỳ hạn

Giá trị phát hành trong tháng 5 giảm tháng thứ 2 liên tiếp xuống còn 18 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 50% kế hoạch Q2



Biểu đồ 2: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo tổ chức phát hành

TPCP chỉ được phát hành bởi Kho bạc Nhà nước trong 17 tháng vừa qua



Bảng 3: Kế hoạch phát hành TPCP trong năm 2025

Phát hành thực tế trong 5 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 34% kế hoạch cả năm

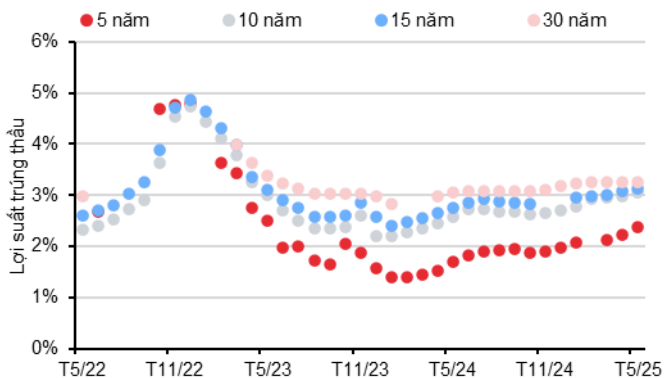
Kỳ hạn	Kế hoạch 2025 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q2/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T5/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q2/25 – T5/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 5T25 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q2/25	% kế hoạch 2025
3 năm		0.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		18.0	1.5	11.5	15.7	64%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		70.0	15.1	45.8	146.6	65%	
15 năm		25.0	1.0	2.7	5.7	11%	
20 năm		2.0	0.0	0.0	0.5	0%	
30 năm		3.0	0.4	0.5	1.8	17%	
Tổng	500.0	120.0	18.0	60.5	170.4	50%	34%

Nguồn: VBMA, HSC

Lợi suất trúng thầu bình quân trên thị trường sơ cấp tăng lên 3,02% vào tháng 5, tăng 52 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 8 điểm cơ bản so với tháng trước. Lợi suất tăng lên ở hầu hết các kỳ hạn, dao động từ tăng 22-66 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 1-13 điểm cơ bản so với tháng trước. Cơ cấu theo kỳ hạn, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm là 2,39%, kỳ hạn 10 năm là 3,07% và kỳ hạn 15 năm là 3,15%. Trong khi đó, tỷ lệ phát hành thành công bình quân giảm mạnh xuống 44% từ 66% trong tháng 4 (Biểu đồ 5-6).

Biểu đồ 4: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng (%/năm)

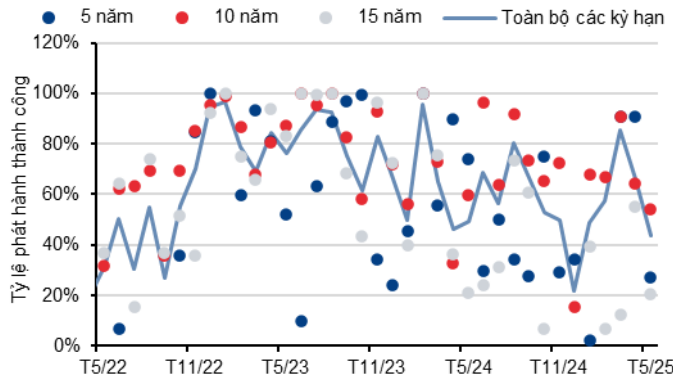
Lợi suất trúng thầu trên thị trường sơ cấp tăng 52 điểm cơ bản so với cùng kỳ & tăng 8 điểm cơ bản so với tháng trước lên 3,02%



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 5: Trái phiếu Chính phủ: Tỷ lệ phát hành thành công

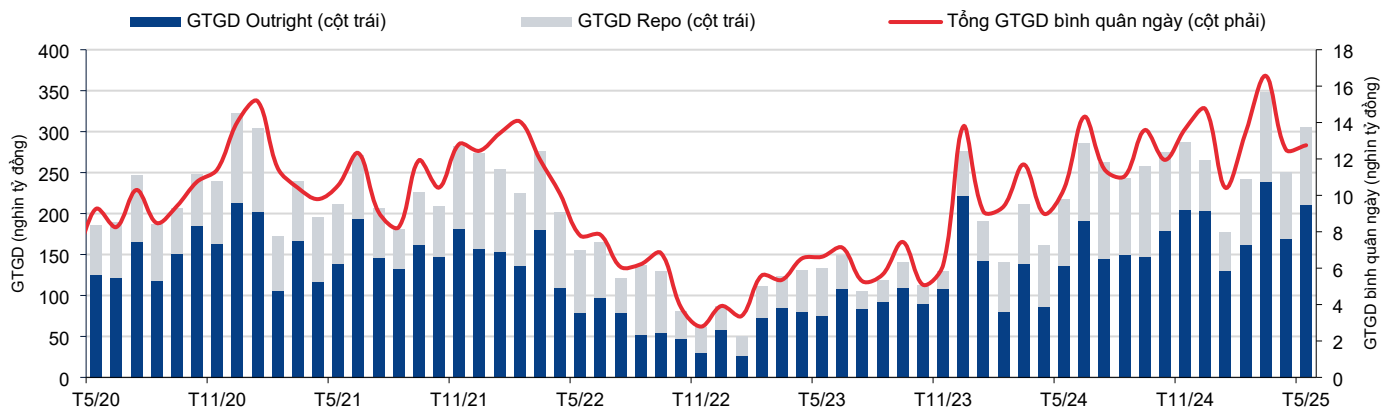
Tỷ lệ phát hành thành công giảm còn 44% trong tháng 5 (từ mức 66% trong tháng trước)



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 6: Giá trị giao dịch hàng tháng & thanh khoản bình quân ngày

Trong tháng 5, tổng GTGD trên thị trường thứ cấp tăng mạnh 40% so với cùng kỳ & tăng 22% so với tháng trước lên 11,7 tỷ USD, với thanh khoản bình quân ngày đạt 490 triệu USD



Nguồn: CEIC, HSC

Thị trường thứ cấp

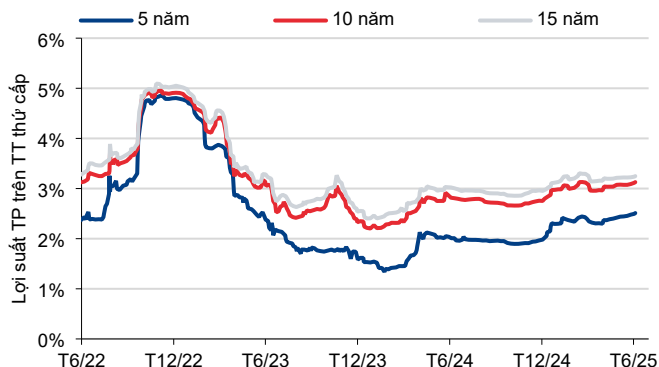
Thanh khoản trên thị trường thứ cấp cải thiện đáng kể trong tháng 5 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 23% so với cùng kỳ và tăng 2% so với tháng trước đạt 490 triệu USD. Theo đó, tổng giá trị giao dịch trong tháng tăng mạnh 40% so với cùng kỳ và tăng 22% so với tháng trước đạt 11,7 tỷ USD. Giao dịch mua bán outright, đạt 8,1 tỷ USD, vẫn chiếm ưu thế với gần 70% tổng giá trị giao dịch, trong khi giao dịch mua lại đóng góp 3,6 tỷ USD còn lại (Biểu đồ 7).

Tương tự xu hướng tăng của lợi suất trên thị trường sơ cấp, lợi suất bình quân trên thị trường thứ cấp tăng lên 2,72%, tăng 31 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 3 điểm cơ bản so với tháng trước trong tháng 5. Lợi suất cho kỳ hạn dưới 10 năm tăng nhẹ 3-7 điểm cơ bản so với tháng trước, trong khi lợi suất cho các kỳ hạn dài hơn vẫn ổn định. Tính đến cuối tháng 5, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 2,53% và 3,11% - tương đương với dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm lần lượt ở mức 3% và 3,2% (Biểu đồ 8-9) (Mời xem: [Triển vọng thị trường TPCP: Lợi suất trái phiếu dự kiến sẽ tăng lên](#), HSC, ngày 29/11/2024).

Bước sang tháng 6, lợi suất vẫn tiếp tục đà tăng nhờ NHNN tiếp tục rút ròng thông qua kênh OMO trong 2 tháng liên tiếp, cũng như lợi suất TPCP Mỹ tăng 22 điểm cơ bản so với tháng trước - do những lo ngại về thâm hụt tài khóa cùng những bất ổn xung quanh các chính sách kinh tế hiện nay của Mỹ. Tính đến ngày 13/6/2025, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam đã tăng nhẹ 5 điểm cơ bản so với cuối tháng 5 lên 3,16%, trong khi lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của Mỹ ở mức 4,41%, từ đó giúp thu hẹp chênh lệch lợi suất giữa Việt Nam và Mỹ còn âm 125 điểm cơ bản (Biểu đồ 10).

Biểu đồ 7: Biến động lợi suất TPCP

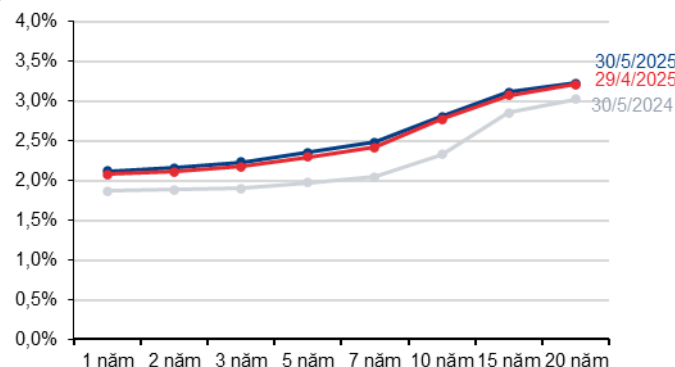
Lợi suất TPCP bình quân tăng lên 2,72% trong tháng 5, tương đương tăng 31 điểm cơ bản so với cùng kỳ & 3 điểm cơ bản so với tháng trước. Xu hướng tăng vẫn tiếp tục trong đầu tháng 6



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 8: Đường cong lợi suất TPCP

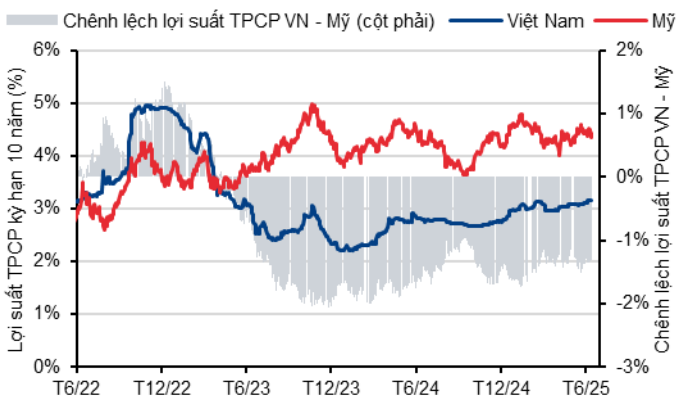
Trong tháng 5, đường cong lợi suất TPCP tăng 2-7 điểm cơ bản so với tháng trước và tăng 21-49 điểm cơ bản so với cùng kỳ



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 9: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam & Mỹ

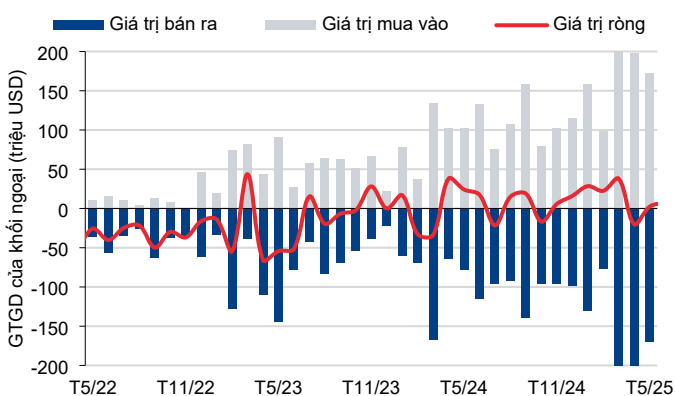
Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam – Mỹ đã giảm còn âm 125 điểm cơ bản trong 13 ngày đầu tháng 6



Nguồn: VBMA, VIRA, HSC

Biểu đồ 10: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên TT thứ cấp

Khối ngoại chuyển sang mua ròng 2,2 triệu USD TPCP trong tháng 5 sau khi bán ròng 20 triệu USD trong tháng trước đó



Nguồn: CEIC, HSC

Đối với khối ngoại, NĐT nước ngoài đã mua ròng nhẹ trở lại ở mức 56 tỷ đồng (2,2 triệu USD) trong tháng 5, sau khi bán ròng 522 tỷ đồng (20 triệu USD) trong tháng trước. Trong 5 tháng đầu năm 2025, NĐT nước ngoài đã mua ròng 1,8 nghìn tỷ đồng (71 triệu USD), cao hơn gần 6 lần so với cùng kỳ năm ngoái (mua ròng 324 tỷ đồng (12,4 triệu USD)) (Biểu đồ 11).

Thị trường liên ngân hàng và thị trường OMO

Thị trường liên ngân hàng

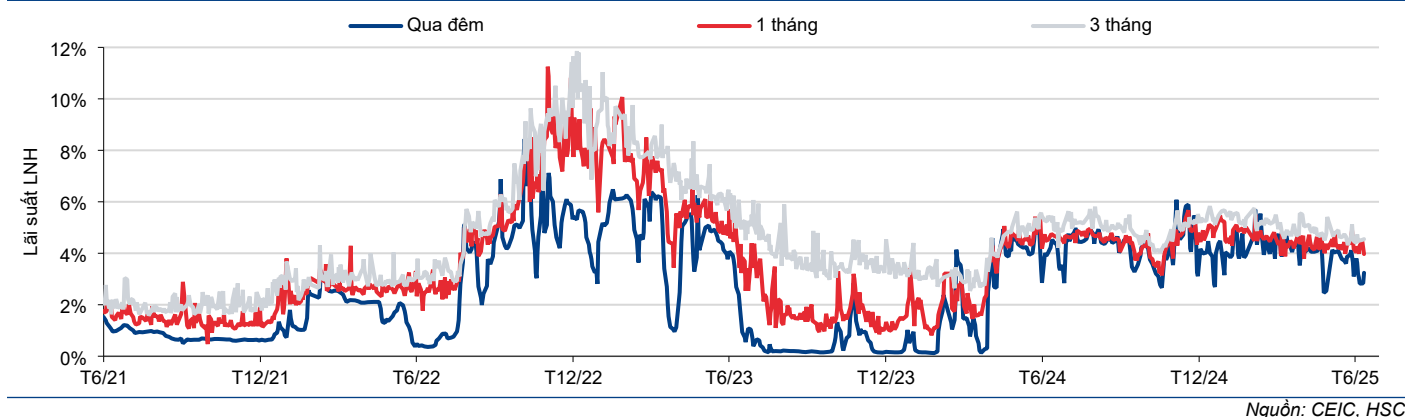
Trên thị trường liên ngân hàng, lãi suất ở hầu hết các kỳ hạn đều có xu hướng giảm trong tháng 5, mặc dù NHNN tiếp tục rút ròng thanh khoản qua thị trường OMO. Lãi suất cho vay qua đêm dao động quanh mức 4% trước khi giảm xuống 3,1% vào cuối tháng. Tương tự, lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng lần lượt giảm 37 điểm cơ bản và giảm 31 điểm cơ bản kể từ đầu tháng 5 xuống lần lượt 4,2% và 4,5% (Biểu đồ 12).

Trong 11 ngày đầu tháng 6, lãi suất cho vay qua đêm tiếp tục giảm xuống mức thấp nhất là 2,83% sau đó tăng lên 3,24%, so với [dự báo cuối năm của chúng tôi](#) là 3,8%. Ngược lại, lãi suất cho vay qua đêm của USD vẫn ổn định ở mức 4,3%, từ đó thu hẹp chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND-USD còn âm 106 điểm cơ bản từ âm 120 điểm cơ bản vào cuối tháng 5 (Biểu đồ 13).

Đối với thanh khoản, giá trị giao dịch liên ngân hàng bình quân ngày tăng mạnh 61% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với tháng trước, đạt 19,3 tỷ USD trong tháng 5. Giao dịch qua đêm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn với 95% tổng giá trị giao dịch, tăng 66% so với cùng kỳ đạt 18,3 tỷ USD (Biểu đồ 14).

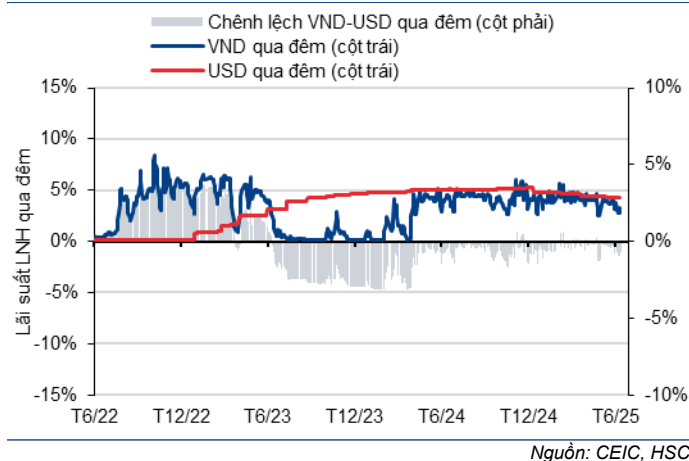
Biểu đồ 11: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Trong 11 ngày đầu tháng 6, lãi suất liên ngân hàng đã tăng về mức 3,24% sau khi giảm đáng kể còn 2,82% trước đó



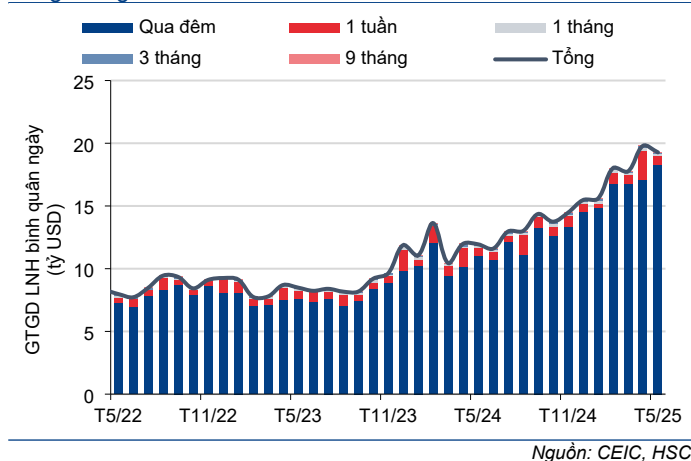
Biểu đồ 12: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

Tính đến ngày 11/6, chênh lệch lãi suất LNH qua đêm VND-USD đã giảm còn âm 106 điểm cơ bản



Biểu đồ 13: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

GTGD liên ngân hàng bình quân ngày tăng mạnh 61% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 3% so với tháng trước, đạt 19,3 tỷ USD trong tháng 5

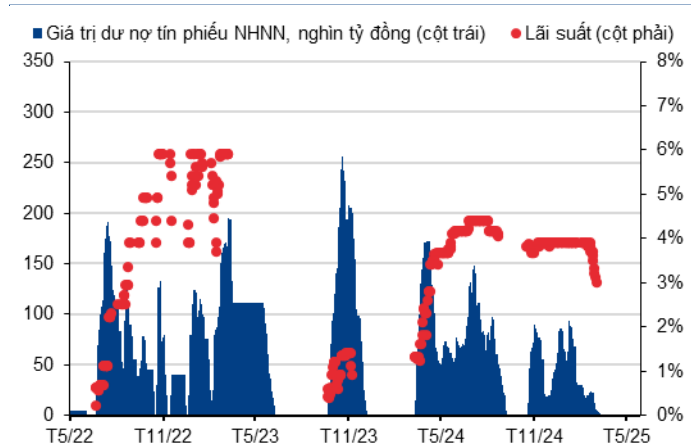


Thị trường OMO

Trong tháng 5, NHNN tiếp tục điều hành thanh khoản chỉ thông qua mua lại đảo ngược và không phát hành tín phiếu NHNN mới. Trong tháng, NHNN đã mua 101 nghìn tỷ đồng giấy tờ có giá từ các NHTM, bù trừ với 122,4 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương rút ròng 21,4 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 15-16).

Biểu đồ 14: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

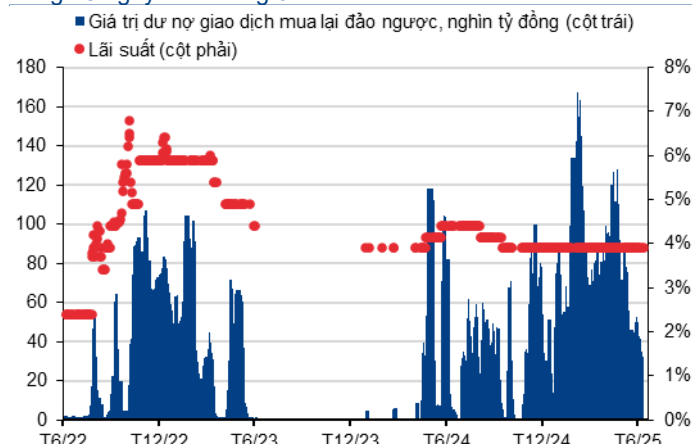
NHNN không phát hành thêm tín phiếu mới kể từ ngày 5/3



Nguồn: NHNN, HSC

Biểu đồ 15: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

NHNN hút ròng 13,6 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong 13 ngày đầu tháng 6



Nguồn: NHNN, HSC

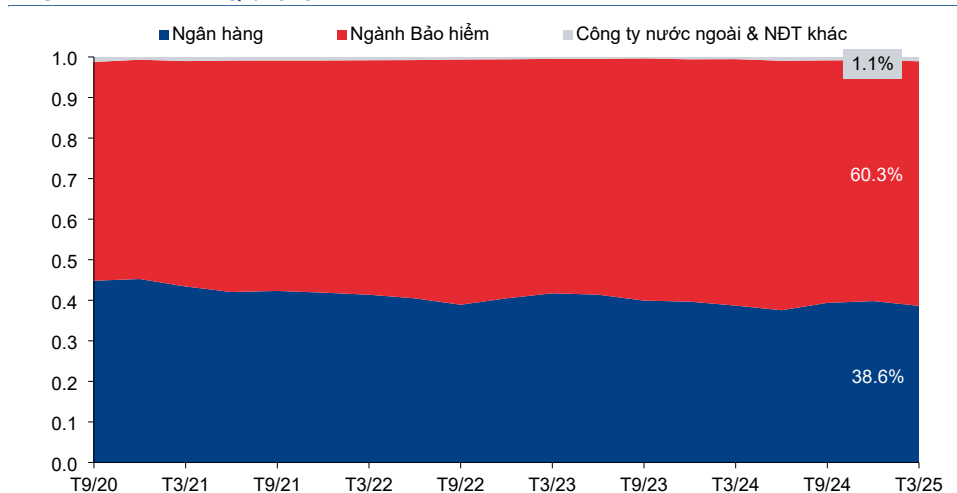
Trong 13 ngày đầu tháng 6, NHNN tiếp tục bơm 16,5 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay, với 30,1 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương rút ròng 13,6 nghìn tỷ đồng. Lãi suất mua lại đảo ngược vẫn ổn định ở mức 4%, với kỳ hạn từ 7-91 ngày.

Kể từ đầu năm, NHNN đã rút 228,8 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành tín phiếu NHNN trong khi bơm 1.111 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay. Tính đến ngày 13/6/2025, 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 36 nghìn tỷ đồng, tương đương tổng lượng tiền bơm ròng lũy kế là 36 nghìn tỷ đồng.

Phụ lục

Biểu đồ 16: Dư nợ TPCP theo nhà đầu tư

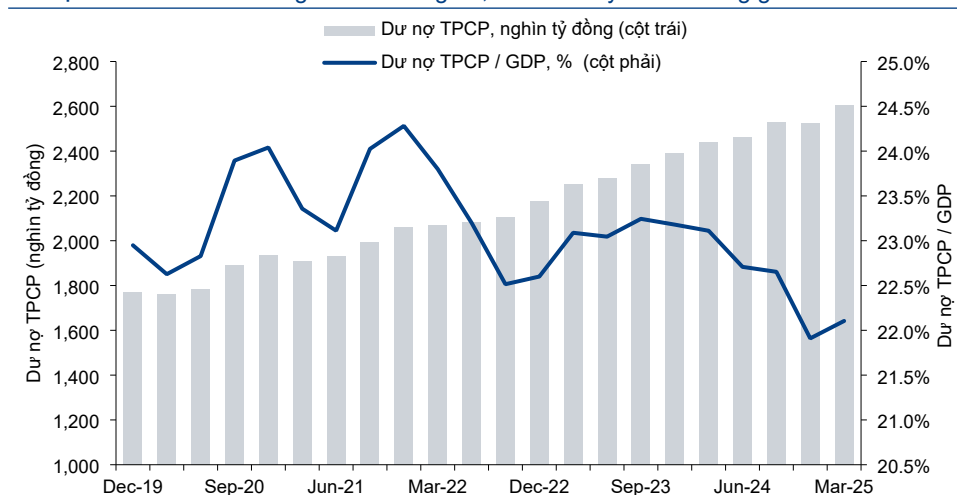
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 60% tổng dư nợ TPCP tính đến cuối Q1/2025



Nguồn: ADB, HSC

Biểu đồ 17: Quy mô thị trường TPCP

Dư nợ TPCP tính đến tháng 3/2025 bằng 22,1% GDP lũy kế 12 tháng gần nhất



Nguồn: ADB, HSC

Bảng 18: Trái phiếu Chính phủ phát hành mới trong tháng 5

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)
7/5/2025	5	2,000	1,100	1,000	2.36
7/5/2025	10	7,000	3,050	200	3.05
7/5/2025	15	1,000	635	35	3.10
7/5/2025	30	500	48	48	3.28
14/5/2025	5	2,000	600	-	-
14/5/2025	10	7,000	6,080	4,630	3.06
14/5/2025	15	1,000	400	-	-
14/5/2025	20	500	-	-	-
21/5/2025	5	1,000	600	500	2.41
21/5/2025	7	500	-	-	-
21/5/2025	10	7,000	8,852	6,702	3.07
21/5/2025	15	1,000	1,300	1,000	3.20
21/5/2025	30	500	60	60	3.28
28/5/2025	5	500	-	-	-
28/5/2025	10	7,000	5,700	3,600	3.08
28/5/2025	15	2,000	900	-	-
28/5/2025	30	500	275	275	3.30

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 19: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025F	2026F	2027F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,155	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,600	26,800	26,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,317	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,619	3,646	3,622
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	7.36	2.87	2.58	8.10	5.05	7.09	6.50	6.20	7.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	494	524	560
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,833	5,078	5,378
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.64	2.48	2.68
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	37.3	38.6	40.1
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.6	35.2	37.0
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.47	3.71	4.21	4.67
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	135.7	142.6	148.7	155.6
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.3	5.2
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.15	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.50	2.60	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	2.8	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.4	3.3	3.2
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	5.2	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.4	3.5	3.4
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	6.00	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.00	4.00	4.00
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	1.4	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	3.8	3.3	3.3
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	13.6	12.2	13.6	14.2	13.5	15.1	16.0	13.0	14.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	10,574	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	20,243	22,875	25,849
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.8	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	13.0	13.0	13.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	79	95	107	85	90	81	78	75	85
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	6.8	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	4.6	4.7	4.7
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	5.0	4.0	4.0	6.0	4.8	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.0	3.1	3.2
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	3.2	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.2	3.3	3.4
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	10.9	19.9	3.3	12.1	28.4	24.8	16.2	10.2	13.2
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	12.2	15.1	-8.1	-1.1	28.2	26.1	18.0	13.0	15.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	253	263	333	360	326	381	417	432	464
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	9.5	3.5	7.5
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	433	442	477
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.3	6.8	2.0	8.0
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	162	172	177
Nợ nước ngoài/GDP (%)	36.9	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.4	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	26.9	27.7	29.3
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	38.0	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	42.0	40.8	44.9
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	50.8	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	51.0	50.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	6.2	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	8.3	6.5	7.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	7.0	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	9.0	6.5	8.5
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	10.5	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	5.0	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	10.0	10.0	12.0

Ghi chú: Lạm phát bình quân 12 tháng là lạm phát bình quân trượt 12 tháng của lạm phát tổng thể so với cùng kỳ, sử dụng phép tính trung bình nhân.

$$\text{Lạm phát trung bình 12 tháng tại thời điểm } t_0 = [(1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t-11) \times \dots \times (1 + \text{lạm phát y/y tại thời điểm } t_0)]^{1/12} - 1$$

 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 W: www.hsc.com.vn