

Thị trường TPCP 6 tháng đầu năm 2025: Nguồn cung dồi dào, lợi suất tăng cao

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 6/2025 tăng lên 30,5 nghìn tỷ đồng nhưng vẫn thấp hơn mục tiêu, hoàn thành 76% kế hoạch Q2 & 40% kế hoạch cả năm. Hoạt động phát hành được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong 6 tháng cuối năm 2025 để hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP 8% & tận dụng mặt bằng lãi suất thấp.
- Bất chấp chính sách tiền tệ mở rộng, sức ép vẫn gia tăng lên lợi suất trái phiếu do những thách thức trên toàn cầu, đặc biệt là lợi suất TPCP Mỹ leo thang, và nhu cầu phát hành gia tăng để bù đắp thâm hụt tài khóa & tài trợ đầu tư công.
- NHNN phát hành tín phiếu trở lại vào cuối tháng 6/2025 cho thấy dấu hiệu chuyển dịch sang lập trường cân bằng hơn để bình ổn tỷ giá và kiểm soát thanh khoản. Mặc dù bơm ròng 20,3 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO, lãi suất cho vay qua đêm LNH vẫn ở mức cao quanh 5% tại thời điểm ngày 16/7/2025.

Phát hành Q2 hoàn thành 76% mục tiêu quý

Phát hành TPCP đã phục hồi trong tháng 6/2025, trong đó KBNN đã huy động thành công 30,5 nghìn tỷ đồng (tăng 69% so với tháng trước và tăng 3% so với cùng kỳ) nhờ nhu cầu đáng kể đối với trái phiếu kỳ hạn 10 năm. Lũy kế Q2, phát hành đạt gần 91 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 76% mục tiêu quý. Tính chung 6 tháng đầu năm 2025, phát hành tăng 28% so với cùng kỳ đạt 200,9 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 40% kế hoạch cả năm. Lợi suất trái phiếu tăng nhẹ ở tất cả các kỳ hạn, trong khi tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 62%. Thời gian tới, hoạt động phát hành được kỳ vọng sẽ tăng tốc trong nửa cuối năm 2025, góp phần hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng GDP 8% của Chính phủ.

Lợi suất trái phiếu tiếp tục xu hướng tăng

Trong tháng 6, giao dịch trên thị trường thứ cấp vẫn sôi động với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng 14% so với cùng kỳ đạt 16,3 nghìn tỷ đồng. Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm tiếp tục tăng nhẹ lên lần lượt 2,7% và 3,2%, sát với dự báo của chúng tôi (lần lượt ở mức 3% và 3,2% tại thời điểm cuối năm). Bất chấp lập trường nới lỏng tiền tệ, lợi suất TPCP Việt Nam vẫn tăng lên do lợi suất TPCP Mỹ tăng lên và phát hành trái phiếu trong nước được đẩy mạnh để tài trợ đầu tư công. Đường cong lợi suất nhiều khả năng sẽ dốc hơn trong nửa cuối năm 2025 do tâm lý lo ngại rủi ro đối với các khoản nợ dài hạn. Mặc dù lợi suất hiện tại vẫn thấp hơn mức đỉnh năm 2022 (hơn 5%) nhưng rủi ro chi phí vay và lãi suất trong nước tăng lên vẫn cần được theo dõi chặt chẽ trong những tháng tới.

NHNN phát hành tín phiếu trở lại, lãi suất LNH vẫn ở mức cao

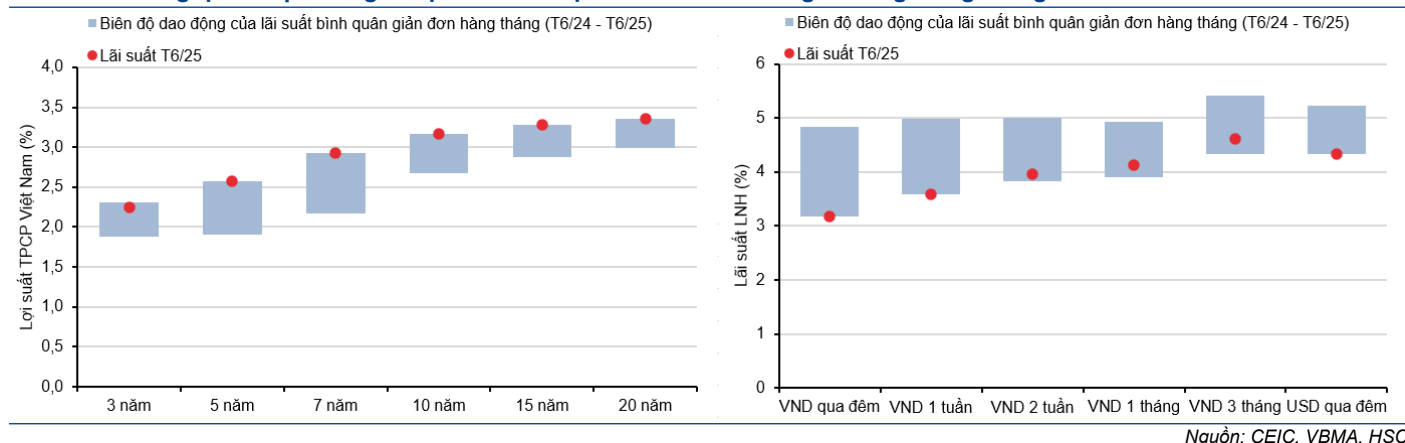
Kể từ cuối tháng 6, NHNN đã phát hành tín phiếu trở lại sau 3 tháng tạm dừng, cho thấy sự chuyển dịch sang lập trường cân bằng hơn nhằm ổn định tỷ giá và kiểm soát thanh khoản. Sau khi nới lỏng thanh khoản từ tháng 3 đến tháng 6/2025 khiến lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 1,6%, việc NHNN phát hành tín phiếu trở lại đã làm lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 6,45% vào cuối tháng 6/2025.

Mặc dù đã bơm ròng 70,8 nghìn tỷ đồng trong tháng 6 và tiếp tục bơm thêm 20,3 nghìn tỷ đồng trong 3 tuần đầu tháng 7 thông qua thị trường OMO, thanh khoản vẫn căng thẳng với lãi suất cho vay qua đêm liên tục ở mức cao khoảng 5%. Điều này đã khiến chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND/USD tăng lên 0,79 điểm cơ bản. Hoạt động giao dịch trên thị trường LNH vẫn sôi động với tổng giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng 6 tăng 62% so với cùng kỳ lên 18,7 tỷ USD.

Trong Q3/2025, NHNN được kỳ vọng sẽ giữ vững lập trường chính sách linh hoạt & mở rộng nhằm duy trì lãi suất liên ngân hàng ở mức $4\% \pm 50$ điểm cơ bản bằng cách quản lý thanh khoản thông qua thị trường OMO, đồng thời ổn định lãi suất và thị trường ngoại hối.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/7.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 6/2025



Cập nhật thị trường TPCP tháng 6/2025

Trong tháng 6, phát hành TPCP đã phục hồi lên 30,5 nghìn tỷ đồng, chủ yếu tập trung vào kỳ hạn 10 năm (chiếm 70% tổng giá trị phát hành), hoàn thành 76% kế hoạch quý và 40% mục tiêu cả năm. Trên thị trường thứ cấp, khối ngoại vẫn mua ròng trong 6 tháng đầu năm 2025, cho thấy sự quan tâm bền vững của khối ngoại đối với thị trường trái phiếu Việt Nam. Lợi suất trái phiếu tăng lên ở tất cả các kỳ hạn do lợi suất TPCP Mỹ & giá trị phát hành trong nước đều tăng lên. Trên thị trường OMO, NHNN đã phát hành tín phiếu trở lại vào cuối tháng 6, đồng thời bơm tiền thông qua giao dịch mua lại đảo ngược. Lãi suất cho vay qua đêm LNH đã giảm nhẹ vào đầu tháng 7 so với cuối tháng 6 nhưng vẫn ở mức cao khoảng 5%, từ đó nâng chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND/USD lên 79 điểm cơ bản.

Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCP tăng mạnh trong tháng 6, trong đó KBNN đã huy động thành công 30,5 nghìn tỷ đồng (tăng 3% so với cùng kỳ và tăng 69% so với tháng trước), sau 2 tháng sụt giảm liên tiếp. Đáng chú ý, trái phiếu kỳ hạn 10 năm vẫn được các nhà đầu tư ưa chuộng nhất, chiếm gần 70% tổng giá trị phát hành hàng tháng (20,6 nghìn tỷ đồng). Điều này cho thấy NĐT có xu hướng lựa chọn sự ổn định và lợi suất trung & dài hạn hấp dẫn trong giai đoạn mặt bằng lãi suất thấp. Phát hành trái phiếu kỳ hạn 5 năm cũng tăng mạnh, tăng 5,5 lần so với cùng kỳ và so với tháng trước, đạt 8,3 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 3-4) (Mời xem Biểu đồ 19 trong phần Phụ lục).

Trong Q2, tổng giá trị phát hành TPCP đạt gần 91 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với cùng kỳ nhưng giảm 17% so với quý trước, hoàn thành 76% kế hoạch quý. Trái phiếu kỳ hạn 10 năm tiếp tục chiếm ưu thế, đóng góp 66,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 73% tổng giá trị phát hành, tiếp theo là kỳ hạn 5 năm với 19,8 nghìn tỷ đồng (22%). Trong nửa đầu năm 2025, tổng giá trị phát hành TPCP đạt 200,9 nghìn tỷ đồng, tăng 28% so với cùng kỳ nhưng chỉ hoàn thành 40% mục tiêu cả năm (Biểu đồ 2).

HSC dự báo hoạt động phát hành sẽ tiếp tục tăng tốc trong nửa cuối năm 2025, hướng tới mục tiêu đầy tham vọng phát hành 500 nghìn tỷ đồng cho cả năm. Điều này sẽ mở ra dư địa tài khóa đáng kể để hỗ trợ nhu cầu trong nước & mục tiêu tăng trưởng GDP tối thiểu 8% của Chính phủ cho năm 2025.

Bảng 2: Kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2025

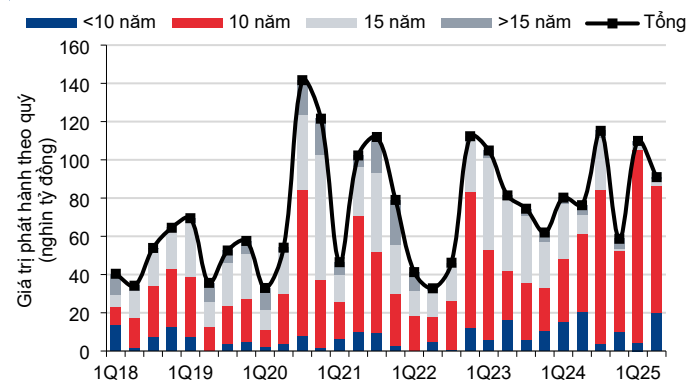
Phát hành thực tế trong 6 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 40% kế hoạch cả năm

Kỳ hạn	Kế hoạch 2025 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q2/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T6/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q2/25 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 6T25 (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	8.3	19.8	24.0	110%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		70.0	20.6	66.4	167.3	95%	
15 năm		25.0	1.4	4.1	7.1	16%	
20 năm		2.0	0.0	0.0	0.5	0%	
30 năm		3.0	0.1	0.6	1.9	21%	
Tổng	500.0	120.0	30.5	90.9	200.8	76%	40%

Nguồn: VBMA, HSC

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

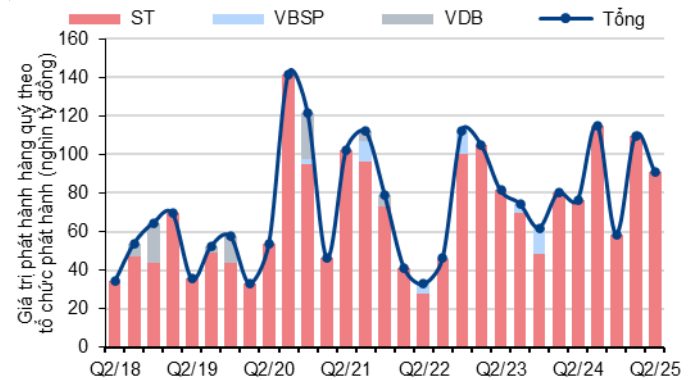
Giá trị phát hành trong Q2 chỉ hoàn thành 76% kế hoạch quý, trong đó phần lớn là trái phiếu có kỳ hạn 10 năm (chiếm tỷ trọng 73%, tăng 62% so với cùng kỳ)



Nguồn: VBMA, HSC

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

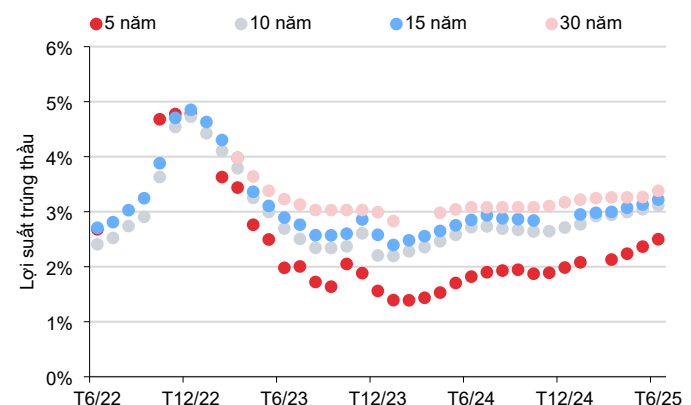
Trong 6 quý vừa qua, Kho bạc Nhà nước là đơn vị duy nhất phát hành trái phiếu Chính phủ



Nguồn: VBMA, HSC

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

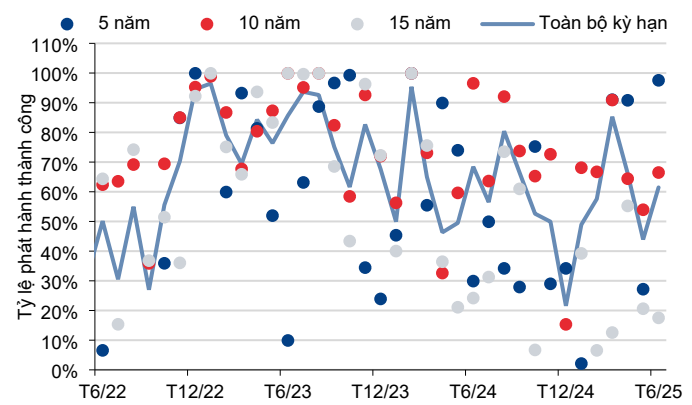
Lợi suất trái phiếu trên thị trường sơ cấp tại tất cả các kỳ hạn tăng nhẹ



Nguồn: VBMA, HSC

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

Tỷ lệ phát hành thành công tăng lên 62% từ mức 44% trong tháng 5



Nguồn: VBMA, HSC

Trên thị trường sơ cấp, lợi suất tăng lên ở tất cả các kỳ hạn, tăng 30-68 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 7-14 điểm cơ bản so với tháng trước. Lợi suất trúng thầu bình quân của trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm lần lượt ở mức 2,52%, 3,14%, 3,24% và 3,4%. Tỷ lệ phát hành thành công đã cải thiện đáng kể lên 62% trong tháng 6 từ chỉ 44% trong tháng 5 (Biểu đồ 5-6).

Thị trường thứ cấp

Thị trường thứ cấp vẫn sôi động trong tháng 6 với giá trị giao dịch bình quân ngày tăng lên 16,3 nghìn tỷ đồng (630 triệu USD), tăng 14% so với cùng kỳ và tăng 28% so với tháng trước. Tuy nhiên, tổng giá trị giao dịch hàng tháng giảm xuống 245,5 nghìn tỷ đồng (9,4 tỷ USD), giảm 14% so với cùng kỳ và giảm 20% so với tháng trước (Biểu đồ 7).

Lợi suất trái phiếu trên thị trường thứ cấp tiếp tục xu hướng tăng trong tháng với lợi suất ở tất cả các kỳ hạn tăng 7-19 điểm cơ bản so với tháng trước và tăng 31-71 điểm cơ bản so với cùng kỳ (Biểu đồ 8-9). Tính đến cuối tháng 6, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 2,7% và 3,2%, sát với dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm lần lượt ở mức 3% và 3,2%. Trong nửa đầu tháng 7, lợi suất vẫn tương đối ổn định. Mặc dù chính sách tiền tệ nhìn chung đang nói lỏng nhưng những bất ổn thương mại toàn cầu hiện tại vẫn tiếp tục gây sức ép tăng lên lợi suất TPCP Việt Nam.

Trên toàn cầu, lợi suất TPCP Mỹ vẫn duy trì ở mức cao khoảng 4-4,5% do lo ngại về thâm hụt ngân sách ngày càng gia tăng và [dự luật thuế & chi tiêu mới được thông qua dưới thời Tổng thống Donald Trump](#), điều này càng làm tăng thêm gánh nặng nợ của

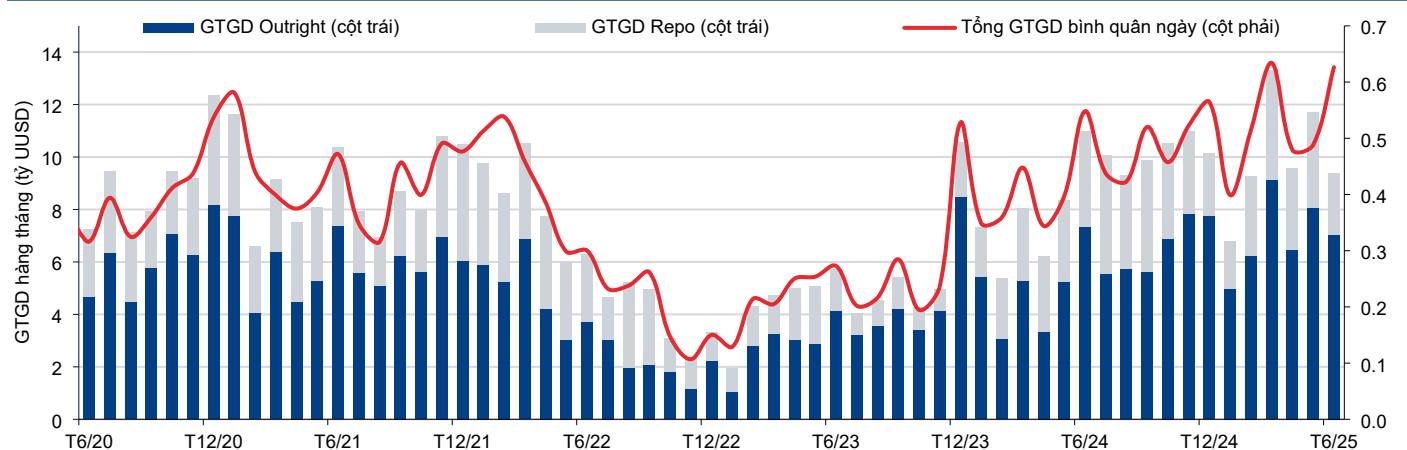
chính phủ. Với việc lãi suất Fed vẫn giữ nguyên ở mức 4,25%-4,5%, lợi suất trái phiếu Mỹ tiếp tục neo cao, từ đó gây áp lực tăng lên lãi suất toàn cầu. Theo đó, chênh lệch lợi suất trái phiếu Việt Nam-Mỹ ở mức âm 116 điểm cơ bản tại thời điểm ngày 18/7/2025 (Biểu đồ 10).

Trong nước, giải ngân đầu tư công tăng mạnh lên 291 nghìn tỷ đồng trong nửa đầu năm 2025 (hoàn thành 32% mục tiêu cả năm, tăng 20% so với cùng kỳ), điều này làm gia tăng nhu cầu phát hành TPCP để bù đắp thâm hụt ngân sách dự kiến và tài trợ cho các dự án đầu tư công. Áp lực phát hành gia tăng này đã góp phần làm tăng lợi suất TPCP trong nước.

Trong nửa cuối năm 2025, xu hướng chủ đạo trên thị trường có thể sẽ là đường cong lợi suất dốc hơn do thị trường cần lợi nhuận cao hơn để nắm giữ trái phiếu dài hạn trong bối cảnh bất ổn toàn cầu gia tăng. Mặc dù lợi suất hiện tại vẫn thấp hơn mức đỉnh năm 2022 (hơn 5%), nhưng rủi ro chi phí vay và lãi suất trong nước tăng lên vẫn cần được theo dõi chặt chẽ trong những tháng tới.

Biểu đồ 7: Giá trị giao dịch hàng tháng & thanh khoản bình quân ngày

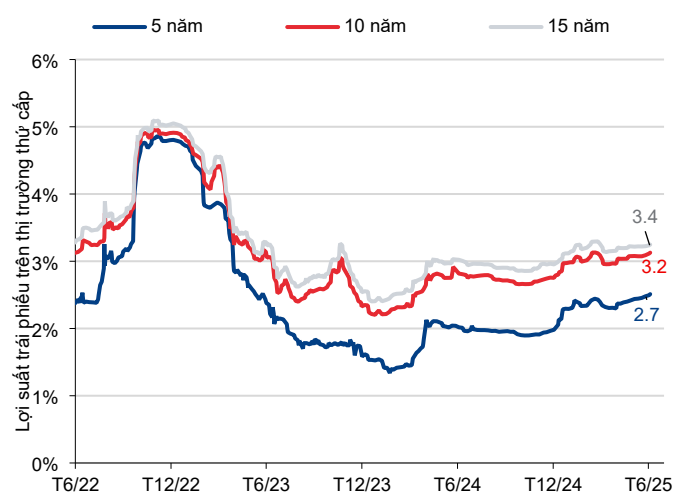
GTGD bình quân ngày trên thị trường thứ cấp tăng 14% so với cùng kỳ và tăng 28% so với tháng trước, đạt 630 triệu USD trong tháng 6



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 8: Biến động lợi suất TPCP thị trường thứ cấp

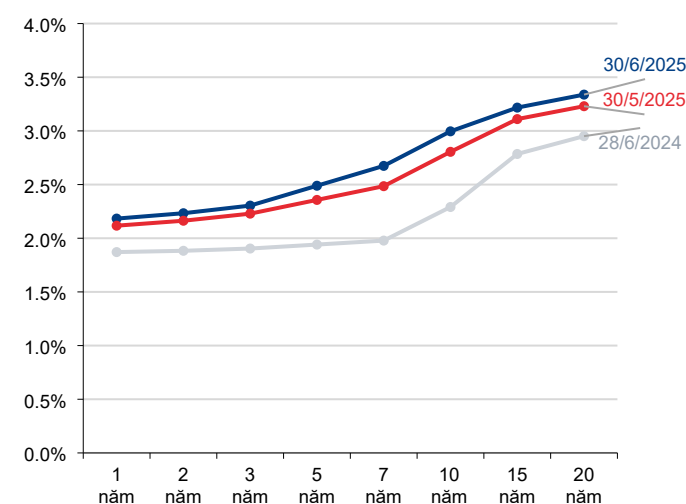
Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tại tất cả các kỳ hạn tăng 7-19 điểm cơ bản so với tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

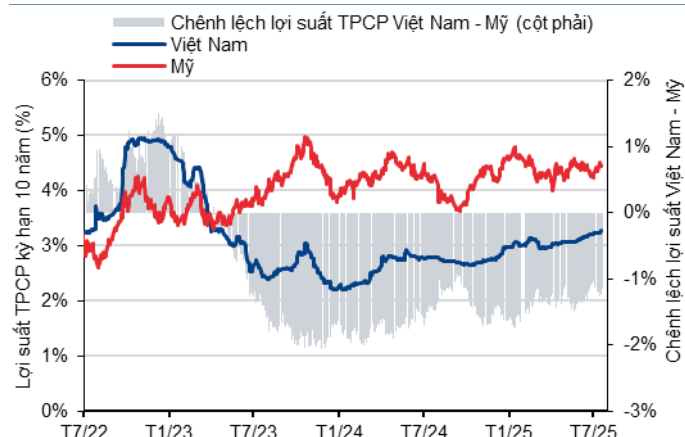
Biểu đồ 9: Đường cong lợi suất TPCP

Đường cong lợi suất TPCP tăng 31-71 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong tháng 6



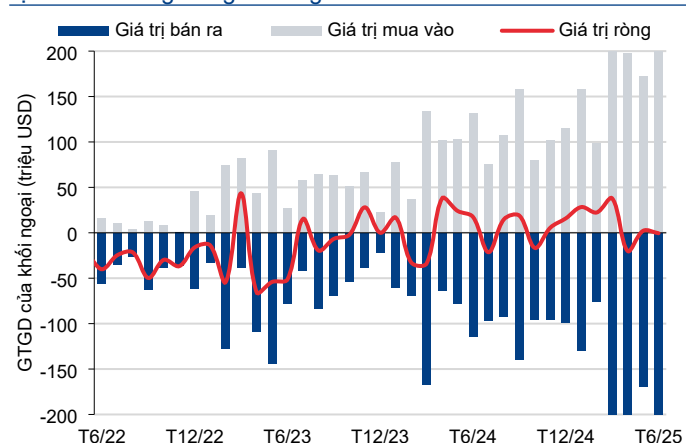
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 10: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam & Mỹ
Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam – Mỹ tính đến ngày 18/7 là âm 116 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, VIR, HSC

Biểu đồ 11: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên TT thứ cấp
NGĐT NN chuyển sang bán ròng trong tháng 6 nhưng vẫn duy trì vị thế mua ròng trong 6 tháng đầu năm 2025



Nguồn: CEIC, HSC

Khối ngoại bán ròng trở lại trong tháng 6 với giá trị 13,5 tỷ đồng (0,52 triệu USD), sau khi mua ròng 56 tỷ đồng (2,2 triệu USD) trong tháng 5. Bất chấp lực bán nhẹ này, khối ngoại nhìn chung vẫn tham gia tích cực trong nửa đầu năm 2025. Tổng giá trị mua ròng của khối ngoại đạt 1,8 nghìn tỷ đồng (70 triệu USD) trong 6 tháng đầu năm 2025, tăng hơn gấp đôi so với mức 778 tỷ đồng (29,8 triệu USD) cùng kỳ năm ngoái, điều này cho thấy niềm tin của nhà đầu tư cải thiện và sự quan tâm bền vững của khối ngoại đối với thị trường trái phiếu Việt Nam (Biểu đồ 11).

Thị trường LNH và OMO

NHNN đã phát hành tín phiếu trở lại vào ngày 24/6/2025 sau hơn 3 tháng tạm dừng. Điều này cho thấy tín hiệu đáng chú ý về lập trường chính sách tiền tệ linh hoạt của NHNN. Mặc dù lập trường tổng thể vẫn là nới lỏng, NHNN đã chuyển trọng tâm sang ổn định tỷ giá hối đoái và quản lý thanh khoản hệ thống, nhằm ứng phó với sức ép tỷ giá gia tăng và lãi suất LNH giảm xuống mức thấp nhất trong 15 tháng. Đồng VND đã mất giá 2,5% so với USD trong nửa đầu năm 2025, cho thấy NHNN sẽ phải rút thanh khoản nhằm giảm bớt áp lực lên đồng nội tệ và duy trì kỳ vọng lạm phát.

Từ tháng 3 đến tháng 6/2025, NHNN chủ yếu bơm thanh khoản qua thị trường OMO bằng hoạt động cho vay, hỗ trợ thanh khoản dồi dào và hạ lãi suất cho vay qua đêm LNH xuống 1,6% tại thời điểm ngày 23/6/2025, mức thấp nhất kể từ tháng 3/2023.

Tuy nhiên, sau khi tín phiếu NHNN được phát hành trở lại, lãi suất cho vay qua đêm đã tăng mạnh lên 6,45% vào cuối tháng 6, phản ánh nhu cầu thanh khoản tăng cao trước khi kết thúc quý. NHNN đã rút 22,5 nghìn tỷ đồng thông qua tín phiếu (lãi suất từ 3,4%-3,5%, kỳ hạn 7-91 ngày) đồng thời bơm 93,3 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay (lãi suất 4%, kỳ hạn 7-91 ngày), nâng tổng lượng tiền bơm ròng trong tháng 6 lên 70,8 nghìn tỷ đồng.

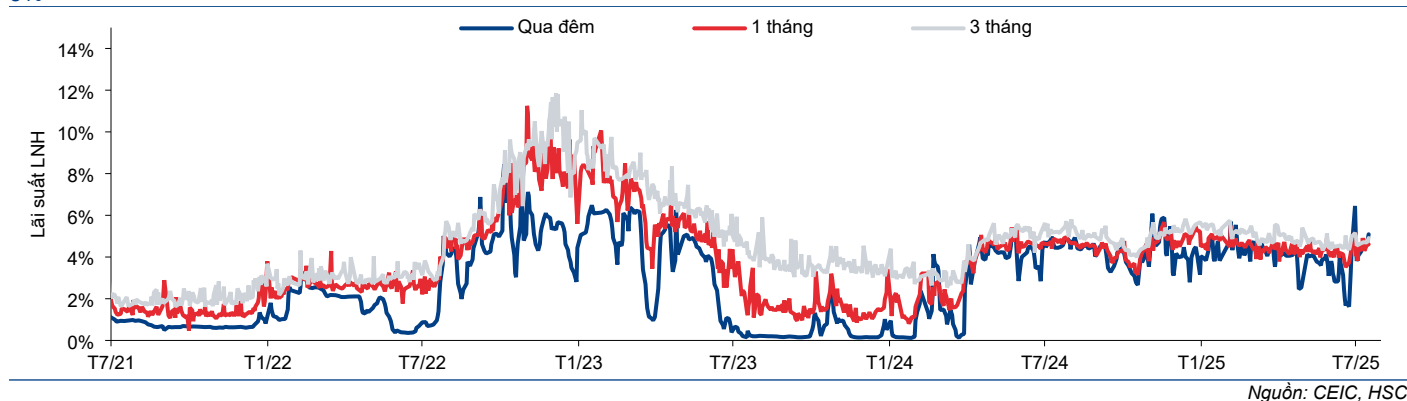
Trong 3 tuần đầu tháng 7, NHNN đã rút 45,8 nghìn tỷ đồng thông qua tín phiếu, bù trừ với 61,3 nghìn tỷ đồng đáo hạn, nâng tổng giá trị bơm ròng lên 15,5 nghìn tỷ đồng. Đối với hoạt động cho vay, NHNN đã phát hành 214,8 nghìn tỷ đồng thông qua giao dịch repo đảo ngược trong khi 210 nghìn tỷ đồng đáo hạn, nâng tổng giá trị bơm ròng lên 4,8 nghìn tỷ đồng. Nhìn chung, NHNN đã bơm ròng 20,3 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO (Biểu đồ 15-16).

Trong giai đoạn này, lãi suất cho vay qua đêm LNH đã giảm nhẹ so với cuối tháng 6 nhưng vẫn ở mức cao, dao động quanh mức 5% (Biểu đồ 12). Từ đó, chênh lệch lãi suất qua cho vay đêm VND-USD đã đảo chiều mạnh lên 79 điểm cơ bản vào ngày 16/7/2025, từ âm 268 điểm cơ bản vào ngày 23/6/2025 - một ngày trước khi NHNN quay trở lại phát hành tín phiếu. Tổng giá trị cho vay qua đêm trên thị trường LNH tăng 62% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với tháng trước đạt 18,7 tỷ USD trong tháng 6. Giao dịch qua đêm vẫn chiếm ưu thế, chiếm 94% tổng giá trị giao dịch và tăng 63% so với cùng kỳ lên 17,5 tỷ USD (Biểu đồ 13-14).

Trong Q3/2025, HSC dự báo lãi suất LNH sẽ dần trở lại bình thường ở mức khoảng $4\% \pm 50$ điểm cơ bản trong những tuần tới do NHNN tiếp tục quản lý thanh khoản hệ thống thông qua thị trường OMO. NHNN nhiều khả năng sẽ duy trì lập trường chính sách tiền tệ nói lỏng, đồng thời giữ vững sự ổn định của lãi suất và thị trường ngoại hối.

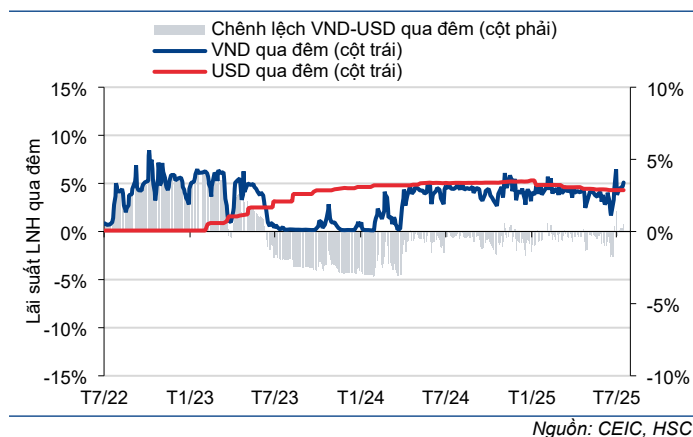
Biểu đồ 12: Lãi suất liên ngân hàng (%/năm)

Tính đến ngày 16/7, lãi suất qua đêm VND đã giảm nhẹ so với cuối tháng 6 nhưng vẫn duy trì ở mức cao, dao động quanh ngưỡng 5%



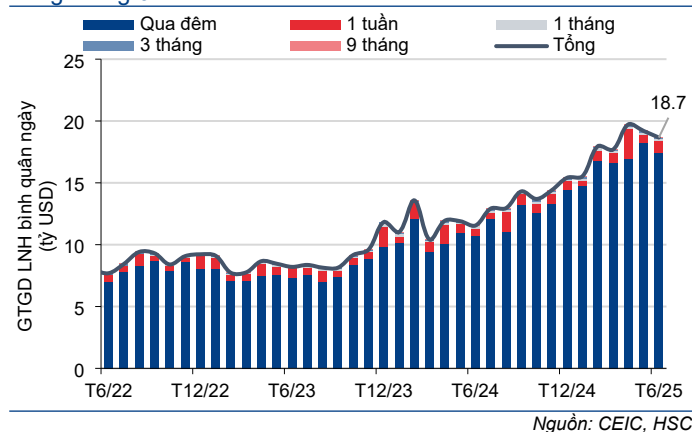
Biểu đồ 13: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

Chênh lệch lãi suất LNH qua đêm VND-USD đã tăng lên 79 điểm cơ bản vào ngày 16/7 so với mức âm 268 điểm cơ bản ngày 23/6



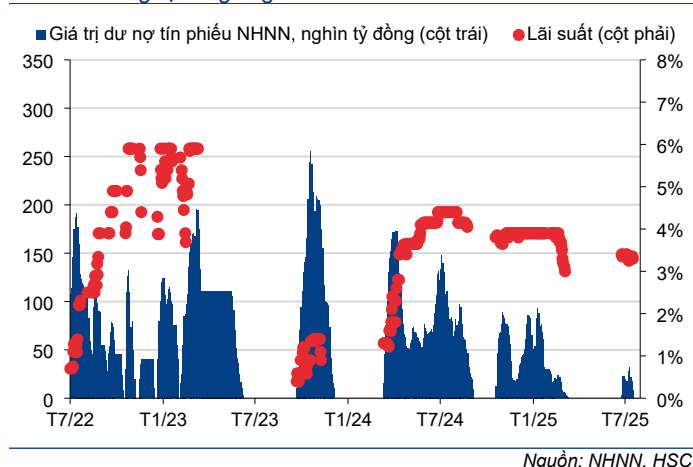
Biểu đồ 14: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

GTGD liên ngân hàng bình quân ngày tăng mạnh 62% so với cùng kỳ trong nhưng giảm 3% so với tháng trước, đạt 18,7 tỷ USD trong tháng 6



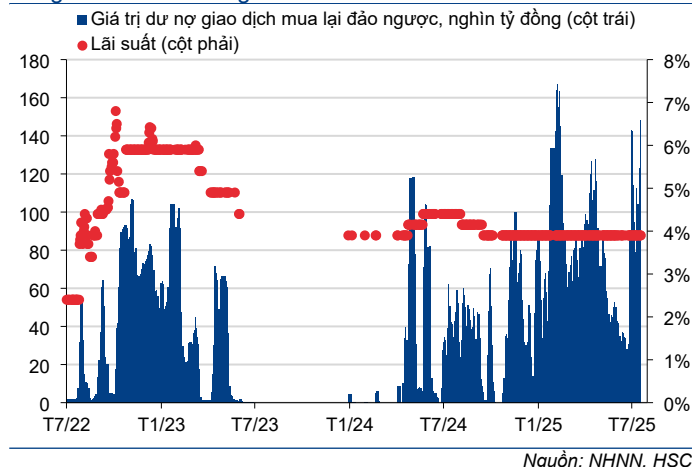
Biểu đồ 15: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

NHNN đã nối lại hoạt động phát hành tín phiếu vào ngày 24/6 sau hơn ba tháng tạm ngưng



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

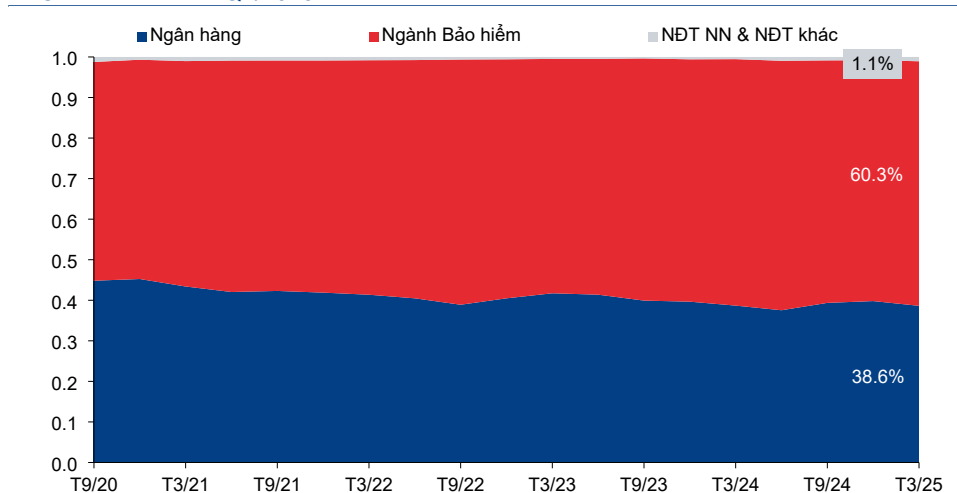
NHNN bơm ròng 4,8 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong 3 tuần đầu tháng 7



Phụ lục

Biểu đồ 17: Dự nợ TPCP theo nhà đầu tư

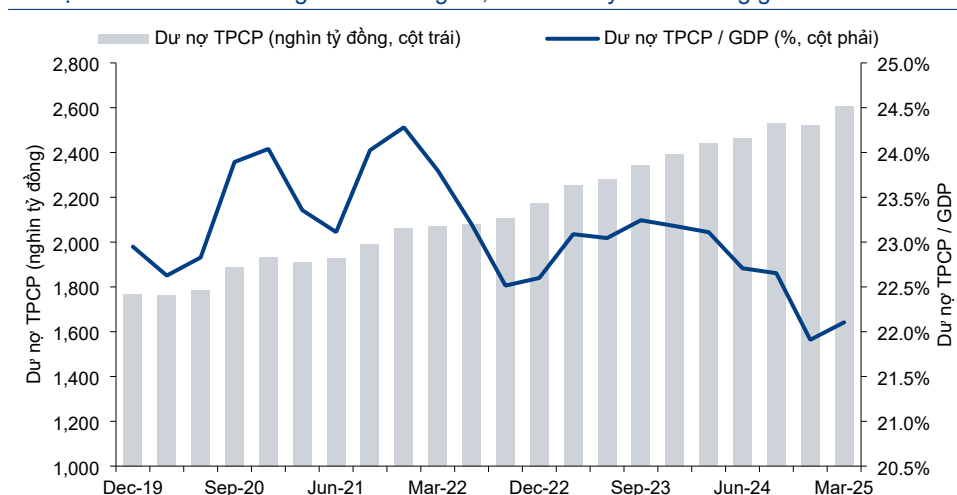
Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 60% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối Q1/2025



Nguồn: ADB, HSC

Biểu đồ 18: Quy mô thị trường TPCP

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



Nguồn: ADB, HSC

Bảng 19: Trái phiếu Chính phủ phát hành mới trong tháng 6

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)
6/4/2025	5	500	600	500	2.46
6/4/2025	10	7,000	3,450	1,600	3.10
6/4/2025	15	2,000	1,310	410	3.20
6/4/2025	30	500	-	-	-
6/11/2025	5	500	600	500	2.49
6/11/2025	10	7,000	5,300	3,000	3.12
6/11/2025	15	2,000	900	500	3.25
6/11/2025	30	500	-	-	-
6/18/2025	5	3,500	3,700	3,500	2.54
6/18/2025	10	6,000	7,800	6,000	3.14
6/18/2025	15	2,000	900	500	3.27
6/18/2025	30	500	50	50	3.40
6/25/2025	5	4,000	3,900	3,800	2.59
6/25/2025	10	11,000	11,590	10,040	3.18
6/25/2025	15	2,000	400	-	-
6/25/2025	30	500	73	73.00	3.40

Nguồn: VBMA, HSC

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

	2019	2020	2021	2022	2023	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	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	2.4	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.0	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