

NHNN can thiệp trước áp lực tỷ giá

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

- Trong tuần cuối tháng 8, NHNN đã rút ròng 17,3 nghìn tỷ đồng trên thị trường OMO, qua đó duy trì dư nợ bơm ròng khoảng 182 nghìn tỷ đồng (sát mức kỷ lục).
- NHNN đã bán hợp đồng kỳ hạn có thể hủy ngang trong vòng 6 tháng đồng USD ở mức 26.550 (sát với dự báo tại thời điểm cuối năm của chúng tôi là 26.600), cùng với rút ròng thanh khoản trên thị trường OMO, nhằm ổn định đồng VND trước áp lực mất giá lớn.
- Lãi suất LNH ngắn hạn giảm mạnh trước kỳ nghỉ lễ Quốc Khánh Việt Nam (lãi suất qua đêm ở mức 2,03%, so với 5,36% vào đầu tháng 8) nhưng hồi phục nhanh chóng lên 5% sau kỳ nghỉ lễ do nhu cầu thanh khoản tăng lên và NHNN tiếp tục rút ròng qua OMO.

Rút ròng trên thị trường OMO và bán kỳ hạn USD: Biện pháp kép để giữ vững đồng VND

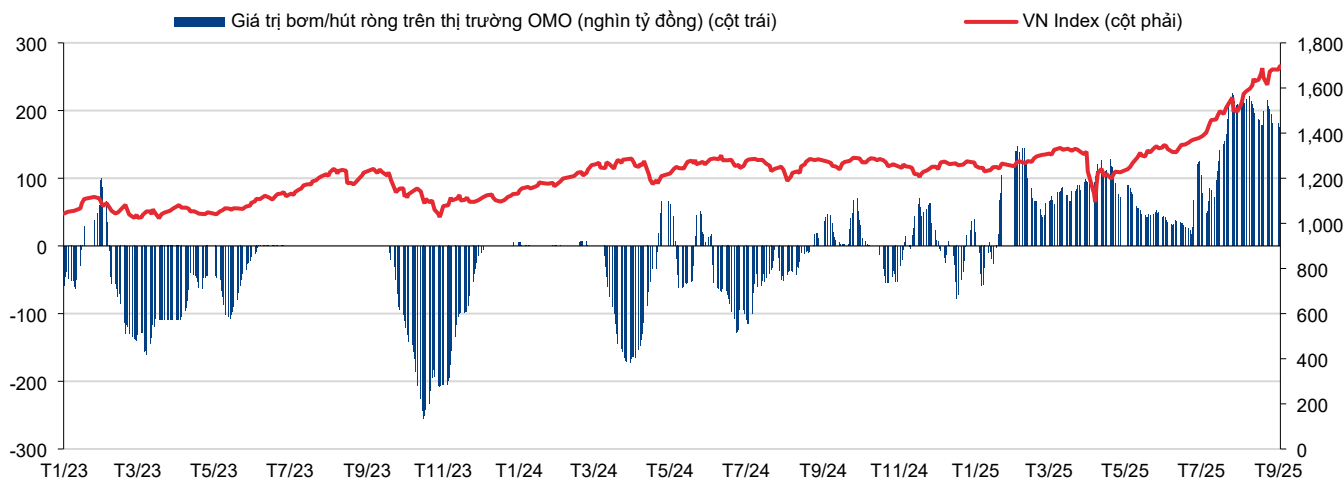
Trong tuần cuối tháng 8 (25–29/8/2025), NHNN đã rút ròng trên thị trường OMO, phát hành 41,6 nghìn tỷ đồng hợp đồng mua lại đảo ngược so với 58,8 nghìn tỷ đồng đảo hạn, tương đương rút ròng 17,3 nghìn tỷ đồng. Các giao dịch được thực hiện ở mức lãi suất 4% với kỳ hạn từ 7-28 ngày. Trong đó, không có thanh khoản mới được bơm vào trong các phiên giao dịch ngày 27-28/8/2025, trong khi hoạt động phát hành tín phiếu NHNN vẫn tiếp tục tạm dừng. Tính đến ngày 29/8/2025, giá trị lưu hành trên thị trường OMO (bơm ròng) đạt khoảng 182 nghìn tỷ đồng (tăng 850% so với cùng kỳ), thanh khoản bơm ra tiếp tục ở mức cao kỷ lục (Biểu đồ 2-3). So với cùng kỳ, giá trị lưu hành trên thị trường OMO đạt 19,2 nghìn tỷ đồng khi VNIndex giao dịch ở mức 1.281,47 điểm (tăng 13,3% so với đầu năm), so với mức 1.682,21 (tăng 32,5% so với đầu năm) tại thời điểm cuối tháng 8/2025 (Biểu đồ 1). Điều này cho thấy động thái bơm tiền của NHNN có mối tương quan chặt chẽ với xu hướng tăng của chỉ số VNIndex.

Cùng với động thái trên thị trường OMO, NHNN cũng đã bán hợp đồng kỳ hạn có thể hủy ngang trong vòng 6 tháng đồng USD vào ngày 25-26/8/2025 với tỷ giá 26.550 – sát với dự báo tỷ giá tại thời điểm cuối năm của chúng tôi ở mức 26.600. Các biện pháp can thiệp này diễn ra trong bối cảnh đồng VND phải đối mặt với áp lực mất giá mạnh, khi NHNN nâng tỷ giá trung tâm thêm 25 đồng vào ngày 22/8/2025 lên mức kỷ lục 25.298. Mục tiêu là ổn định tỷ giá quanh mức này và hạ nhiệt sức ép lên tỷ giá trong ngắn hạn. Sau khi can thiệp, tỷ giá trung tâm đã giảm vào ngày 25-26/8/2025 và vẫn đang trong xu hướng giảm (hiện ở mức 25.236 tại thời điểm ngày 8/9/2025), mặc dù tỷ giá USD tại các NHTM và thị trường tự do vẫn neo ở mức cao.

Trong tuần đầu tháng 9, NHNN tiếp tục rút ròng trên thị trường OMO, phát hành 49,4 nghìn tỷ đồng repo đảo ngược so với 80,1 nghìn tỷ đồng đảo hạn, tương đương rút ròng 30,7 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 3). Chúng tôi kỳ vọng việc Fed nhiều khả năng cắt giảm lãi suất vào tháng 9 có thể suy yếu đồng USD và giúp giảm bớt áp lực tỷ giá trong ngắn hạn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 8/9.

Biểu đồ 1: Giá trị bơm/hút ròng trên thị trường OMO so với chỉ số VN Index



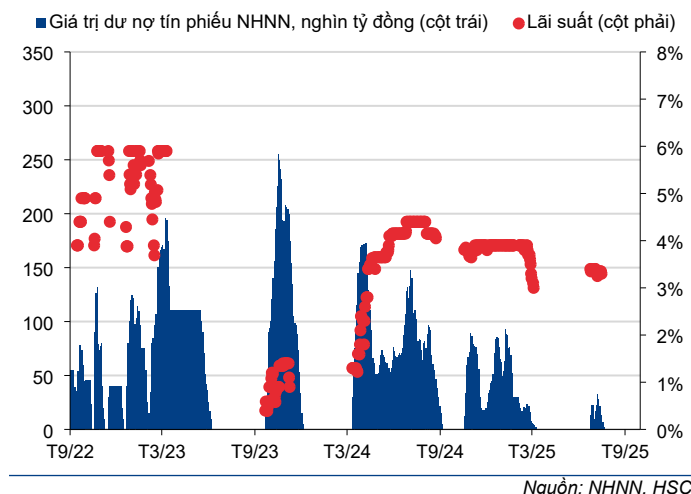
Nguồn: NHNN, FiinPro, HSC

Lãi suất LNH ngắn hạn biến động sau kỳ nghỉ lễ

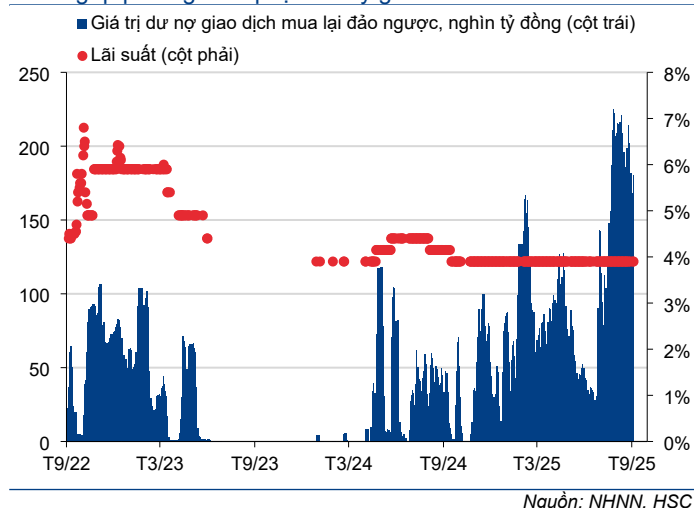
Trên thị trường LNH, lãi suất VND kỳ hạn dưới một tháng giảm mạnh vào cuối tháng 8, cho thấy thanh khoản dồi dào và áp lực huy động vốn ngắn hạn hạ nhiệt trước kỳ nghỉ lễ Quốc khánh. Lãi suất cho vay qua đêm giảm mạnh xuống 2,03% từ 5,36% tại thời điểm đầu tháng (giảm 333 điểm cơ bản), trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tuần giảm 151 điểm cơ bản xuống 3,84% và kỳ hạn 2 tuần giảm 23 điểm cơ bản xuống 4,84% (Biểu đồ 4).

Tuy nhiên, sau kỳ nghỉ lễ (ngày 3/9/2025), lãi suất đã phục hồi lên khoảng 5%. Sự đảo chiều nhanh chóng này cho thấy nhu cầu thanh khoản của các ngân hàng tăng mạnh sau kỳ nghỉ lễ, cùng với việc NHNN tiếp tục rút ròng qua thị trường OMO (như đã đề cập ở trên), khiến chi phí huy động ngắn hạn nhanh chóng tăng trở lại mức cao.

Biểu đồ 2: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)
NHNN tạm dừng phát hành tín phiếu từ ngày 17/7

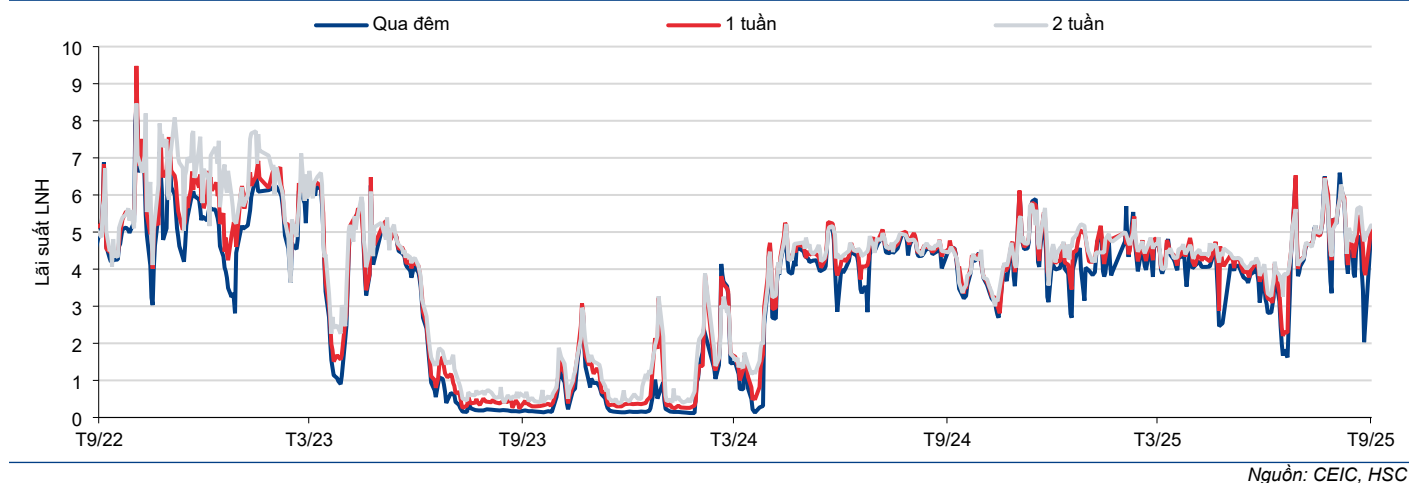


Biểu đồ 3: Giá trị dư nợ giao dịch mua lại đảo ngược (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)
Trong tuần cuối tháng 8, NHNN đã rút ròng 17,3 nghìn tỷ đồng thông qua các hợp đồng mua lại đảo ngược, chủ yếu do đến hạn, nhằm góp phần giảm áp lực lên tỷ giá



Biểu đồ 4: Lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn (%/năm)

Lãi suất liên ngân hàng ngắn hạn giảm mạnh trước kỳ nghỉ lễ Quốc khánh nhưng nhanh chóng tăng mạnh trở lại lên mức cao sau khi thị trường mở cửa

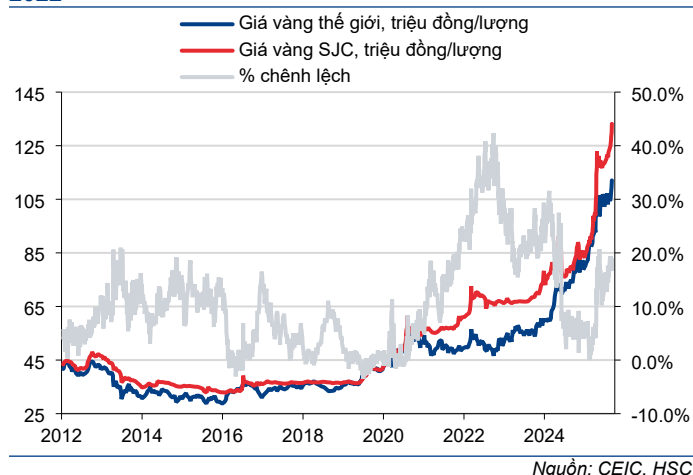


Triển vọng

Thời gian tới, để ổn định tỷ giá, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ tiếp tục điều hành thanh khoản thông qua thị trường OMO, qua đó tác động đến lãi suất LNH, đồng thời theo dõi chặt chẽ diễn biến của Fed để có những hành động phù hợp. Tuy nhiên, NHNN nhiều khả năng sẽ hạn chế bán USD giao ngay do dự trữ ngoại hối ước tính tại thời điểm cuối tháng 5 chỉ còn tương đương hơn hai tháng nhập khẩu (khoảng 79,7 tỷ USD). Ngoài ra, những căng thẳng gần đây trên thị trường ngoại hối một phần do nhu cầu mua vàng mạnh mẽ trong bối cảnh giá vàng thế giới và trong nước đều đạt mức cao kỷ lục. Tuy nhiên, giá vàng trong nước và quốc tế hiện chênh lệch khoảng 20%, thấp hơn nhiều so với mức đỉnh lịch sử khoảng 40% tại thời điểm cuối năm 2022 (Biểu đồ 5), trong khi chênh lệch giữa tỷ giá tự do và tỷ giá LNH ở mức 2%, thấp hơn mức đỉnh 4,5% vào Q2/2022 (Biểu đồ 6).

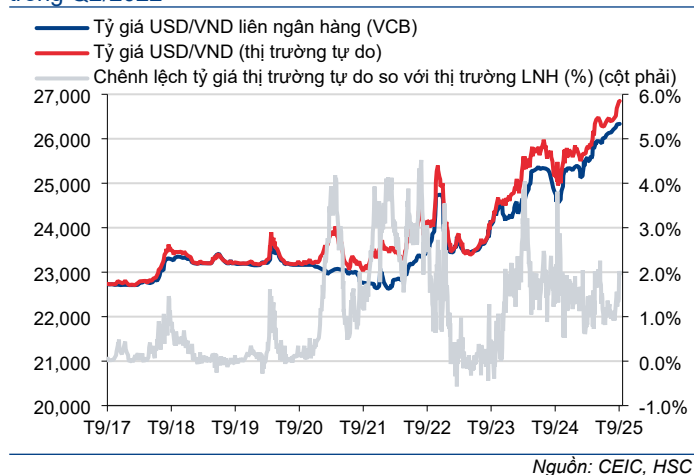
Biểu đồ 5: Giá vàng thế giới và giá vàng Việt Nam

Chênh lệch giữa giá vàng trong nước và quốc tế hiện ở mức khoảng 20%, thấp hơn nhiều so với mức đỉnh 40% vào cuối năm 2022



Biểu đồ 6: Tỷ giá USD/VND: thị trường liên ngân hàng so với thị trường tự do

Chênh lệch giữa tỷ giá thị trường tự do và thị trường liên ngân hàng hiện ở mức 2%, cũng thấp hơn nhiều so với mức đỉnh 4,5% trong Q2/2022



Bảng 7: 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	7.30	7.10	8.00
GDP (tỷ USD)	332	346	370	411	433	476	501	532	574
GDP bình quân đầu người (USD)	3,398	3,558	3,757	4,132	4,317	4,702	4,898	5,158	5,516
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	3.67	4.35	-2.20	-0.26	6.51	5.48	3.60	2.44	2.61
Nợ công/GDP (%)	42.8	43.8	44.7	37.4	36.9	37.0	37.0	38.0	39.1
Nợ Chính phủ/GDP (%)	37.4	38.5	39.6	34.7	33.3	33.0	33.4	34.7	36.1
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.09	2.71	2.55	3.08	3.48	3.47	3.68	4.15	4.55
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	106.3	115.0	124.4	125.3	132.7	135.7	141.6	146.3	151.7
FDI giải ngân / FDI (%)	6.1	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.2	5.1
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	24.9	20.1	18.9	22.7
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	431	454	488
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	6.7	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	13.0	5.5	7.5
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	264	283	336	372	355	406	451	473	511
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	8.0	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	11.0	5.0	8.0
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	123	129	140	149	142	155	164	174	179
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	7.0	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	7.5	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	6.5	9.5
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	11.3	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	10.0	11.0	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