

Áp lực phát hành TPCP để hoàn thành mục tiêu huy động vốn kỷ lục

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 trong tháng 7 đạt 25,9 nghìn tỷ đồng (giảm 29% so với cùng kỳ) nhưng giá trị 7 tháng đầu năm 2025 vẫn đạt mức 226,7 nghìn tỷ đồng (tăng 17% so với cùng kỳ), hoàn thành 45% kế hoạch cả năm. Tiến độ phát hành này cho thấy cần nỗ lực mạnh mẽ hơn để hoàn thành mục tiêu phát hành kỷ lục trong năm 2025.
- Lợi suất thứ cấp tăng trong tháng thứ 5 liên tiếp: lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tăng 12 điểm cơ bản so với tháng trước, lên 3,37% tính đến ngày 8/8/2025, cao hơn một chút so với dự báo cuối năm của HSC (3,2%), trong khi lợi suất kỳ hạn 5 năm (2,77%) sát với dự báo cuối năm (3%), cho thấy sức ép mạnh hơn dự kiến.
- Lãi suất cho vay qua đêm LNH biến động trong tháng 7 và vẫn ở mức cao là 6,25% đến đầu tháng 8, khiến NHNN phải bơm ròng 86,2 nghìn tỷ đồng trong tháng 7 và bổ sung 9,6 nghìn tỷ đồng trong 8 ngày đầu tháng 8 thông qua thị trường OMO để hỗ trợ thanh khoản.

Phát hành mới chững lại, tốc độ hoàn thành mục tiêu chậm hơn so với cùng kỳ

Phát hành TPCP trong tháng 7 đạt tổng cộng 25,9 nghìn tỷ đồng (giảm 29% so với cùng kỳ và giảm 15% so với tháng trước), trong đó trái phiếu kỳ hạn 10 năm chiếm 84% tổng giá trị phát hành, đạt 21,7 nghìn tỷ đồng. Trong 7 tháng đầu năm 2025, phát hành trái phiếu đạt 226,7 nghìn tỷ đồng, tăng 17% so với cùng kỳ, hoàn thành 45% kế hoạch cả năm của Chính phủ nhưng chậm hơn so với cùng kỳ (48%). KBNN đặt mục tiêu phát hành 120 nghìn tỷ đồng trong Q3, tập trung vào kỳ hạn 10 năm, cho thấy nhu cầu phát hành mạnh mẽ hơn trong những tháng sắp tới để hoàn thành mục tiêu huy động kỷ lục 500 nghìn tỷ đồng trong cả năm 2025. Lợi suất tăng trong tháng thứ 4 liên tiếp, đạt bình quân 3,2% (tăng 46 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 12 điểm cơ bản so với tháng trước), trong đó lãi suất ở tất cả các kỳ hạn chính đều tăng, trong khi tỷ lệ phát hành thành công bình quân giảm xuống 50% (so với 62% vào tháng 6).

Thanh khoản mạnh mẽ và lợi suất gia tăng trên thị trường thứ cấp

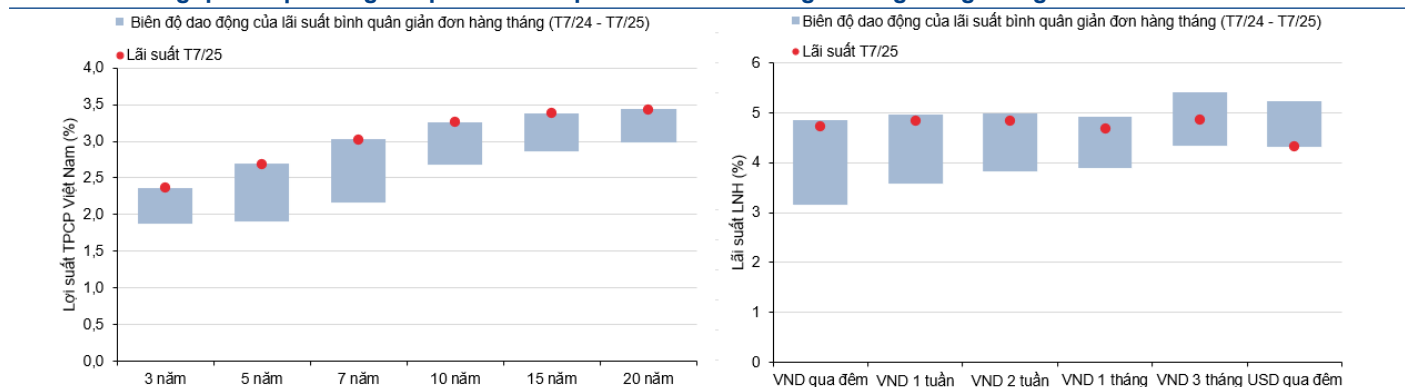
Thanh khoản trên thị trường thứ cấp tăng mạnh trong tháng 7 với tổng giá trị giao dịch tăng 20% so với cùng kỳ và tăng 28% so với tháng trước (đạt 315 nghìn tỷ đồng), chủ yếu nhờ giao dịch outright (64%). Lợi suất tăng 38-78 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 7-16 điểm cơ bản so với tháng trước ở tất cả các kỳ hạn trong tháng 7. Lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm (3,37%) vượt dự báo của chúng tôi tại thời điểm cuối năm (3,2%), trong khi lợi suất kỳ hạn 5 năm (2,77%) đang tiến sát tới dự báo (3%), cho thấy sức ép lên lợi suất đang tăng lên. NĐT nước ngoài mua ròng trở lại với giá trị 7,8 triệu USD, nâng tổng giá trị mua vào kể từ đầu năm lên 77,8 triệu USD, gấp 9 lần so với cùng kỳ, cho thấy niềm tin vào thị trường trái phiếu Việt Nam đang dần hồi phục.

Lãi suất LNH biến động mạnh do sức ép thanh khoản tạm thời

Lãi suất LNH biến động mạnh trong tháng 7 với lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 6,5% trước khi giảm xuống 3,35% vào cuối tháng. NHNN đã tạm dừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7/2025 do thanh khoản LNH thắt chặt, sau đó bơm ròng 85,2 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO để giảm sức ép huy động ngắn hạn trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng. Hoạt động giao dịch tăng mạnh với giá trị giao dịch bình quân ngày đạt mức kỷ lục 20,8 tỷ USD, nhờ giao dịch qua đêm tăng 63% so với cùng kỳ, chiếm 95% tổng giá trị. Trong 8 ngày đầu tháng 8, mặc dù đã bơm ròng 9,6 nghìn tỷ đồng qua thị trường OMO, lãi suất cho vay qua đêm vẫn duy trì ở mức cao (6,25%), nâng chênh lệch lợi suất qua đêm VND-USD lên 194 điểm cơ bản. Thời gian tới, NHNN dự kiến sẽ duy trì linh hoạt các nghiệp vụ thị trường OMO nhằm mục tiêu vừa hỗ trợ tăng trưởng tín dụng, vừa đảm bảo ổn định vĩ mô và tài chính.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 14/8.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường trái phiếu Chính phủ & lãi suất liên ngân hàng trong tháng 7/2025



Nguồn: CEIC, VBMA, HSC

Cập nhật thị trường trái phiếu chính phủ tháng 7

Phát hành TPCP tháng 7 chậm lại, với 25,9 nghìn tỷ đồng được huy động (giảm 29% so với cùng kỳ), giúp tổng giá trị phát hành 7 tháng đầu năm 2025 hoàn thành 45% kế hoạch cả năm của Chính phủ, chậm hơn so với cùng kỳ. Thanh khoản trên thị trường thứ cấp tăng mạnh với giá trị giao dịch tăng 28% so với tháng trước và lợi suất có xu hướng tăng; trên thực tế, lợi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm (3,37%) đã vượt dự báo tại thời điểm cuối năm của chúng tôi. NĐT nước ngoài mua ròng trong tháng 7, nâng tổng giá trị mua ròng kể từ đầu năm lên 77,8 triệu USD, gấp gần 9 lần so với cùng kỳ. Lãi suất LNH biến động mạnh với lãi suất cho vay qua đêm vẫn ở mức cao là 6,25% tại thời điểm đầu tháng 8. Theo đó, NHNN đã bơm kỷ lục 85,2 nghìn tỷ đồng thông qua thị trường OMO trong tháng 7 và tiếp tục bơm 9,6 nghìn tỷ đồng vào đầu tháng 8 để giảm bớt sức ép thanh khoản ngắn hạn.

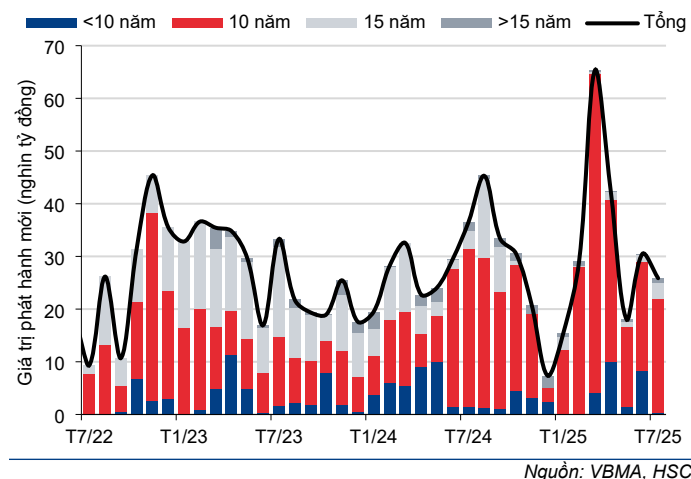
Thị trường sơ cấp

Trong tháng 7, tổng giá trị phát hành TPCP đạt 25,9 nghìn tỷ đồng, giảm 29% so với cùng kỳ và giảm 15% so với tháng trước. Tuy nhiên, tổng giá trị phát hành trong 7 tháng đầu năm 2025 vẫn tăng 17% so với cùng kỳ, đạt 226,7 nghìn tỷ đồng (Biểu đồ 2-3) (Mời xem Biểu đồ 19 phần Phụ lục). Đối với cơ cấu theo kỳ hạn, phát hành tháng 7 vẫn tập trung chủ yếu vào kỳ hạn 10 năm, đạt 21,7 nghìn tỷ đồng (giảm 28% so với cùng kỳ nhưng tăng 5% so với tháng trước), chiếm 84% tổng giá trị phát hành tháng 7, tiếp theo là kỳ hạn 15 năm (2,9 nghìn tỷ đồng), 30 năm (904 tỷ đồng) và 5 năm (400 tỷ đồng).

Gần đây, KBNN đã công bố kế hoạch phát hành Q3 với mục tiêu đạt tổng cộng 120 nghìn tỷ đồng, tương đương Q2. Trọng tâm vẫn là kỳ hạn 10 năm (50 nghìn tỷ đồng), tiếp theo là các kỳ hạn 5 năm và 15 năm (mỗi kỳ hạn 30 nghìn tỷ đồng).

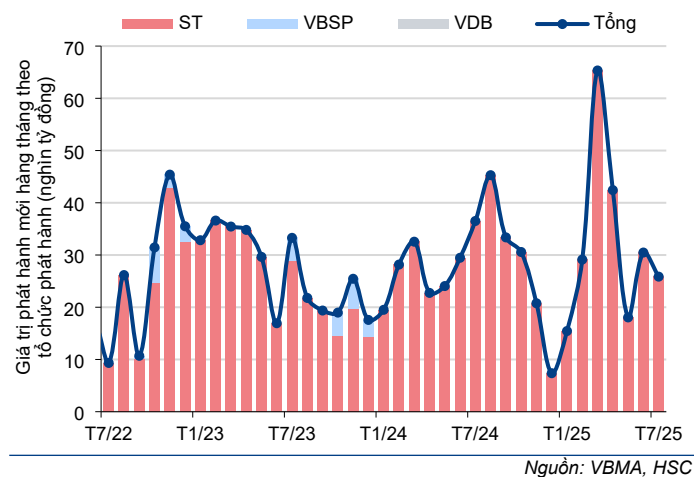
Biểu đồ 2: Giá trị phát hành mới hàng quý theo kỳ hạn

Giá trị phát hành mới trong tháng 7 giảm 29% so với cùng kỳ và giảm 15% so với tháng trước, trong đó phần lớn là trái phiếu có kỳ hạn 10 năm (chiếm tỷ trọng 84%)



Biểu đồ 3: Giá trị phát hành mới hàng tháng theo tổ chức phát hành

Trong 19 tháng vừa qua, Kho bạc Nhà nước là đơn vị duy nhất phát hành trái phiếu Chính phủ



Bảng 4: Kế hoạch phát hành trái phiếu Chính phủ năm 2025 (nghìn tỷ đồng)

Phát hành thực tế trong 7 tháng đầu năm 2025 đã hoàn thành 45% kế hoạch cả năm

Kỳ hạn	Kế hoạch 2025	Kế hoạch Q3/2025	Thực tế T7/2025	Thực tế Q3/2025 tính đến T7	Thực tế 7T2025	% kế hoạch Q3/2025	% kế hoạch 2025
3 năm		0.0	0.0	0.0	0.0	0%	
5 năm		30.0	0.4	0.4	24.4	1%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		50.0	21.7	21.7	188.9	43%	
15 năm		30.0	2.9	2.9	10.0	10%	
20 năm		3.0	0.0	0.0	0.5	0%	
30 năm		5.0	0.9	0.9	2.8	18%	
Tổng	500.0	120.0	25.9	25.9	226.7	22%	45%

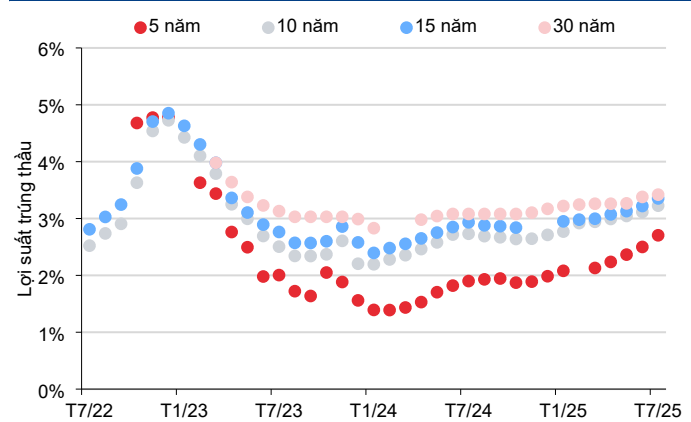
Nguồn: VBMA, HSC

Tính riêng phát hành tháng 7, KBNN đã hoàn thành 22% mục tiêu Q3, nâng tổng giá trị phát hành 7 tháng đầu năm 2025 đạt 45% kế hoạch cả năm (Biểu đồ 4). Tuy nhiên, tốc độ phát hành hiện đang chậm hơn so với cùng kỳ (hoàn thành 48% kế hoạch cả năm), cho thấy cần phải nỗ lực đẩy mạnh phát hành trong những tháng tới để hoàn thành mục tiêu huy động kỷ lục trong năm 2025.

Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng lên trong 4 tháng liên tiếp, tăng 46 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 12 điểm cơ bản so với tháng trước, đạt bình quân 3,2%. Lợi suất tăng lên ở tất cả các kỳ hạn, tăng khoảng 34-81 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 4-21 điểm cơ bản so với tháng trước. Cụ thể, lợi suất của các kỳ hạn chính lần lượt ở mức 2,7% cho trái phiếu kỳ hạn 5 năm, 3,2% cho trái phiếu kỳ hạn 10 năm và 3,4% cho trái phiếu kỳ hạn 15 năm. Mặc dù lợi suất có xu hướng tăng, tỷ lệ trúng thầu bình quân lại giảm mạnh xuống 50% từ 62% trong tháng trước đó (Biểu đồ 5-6).

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

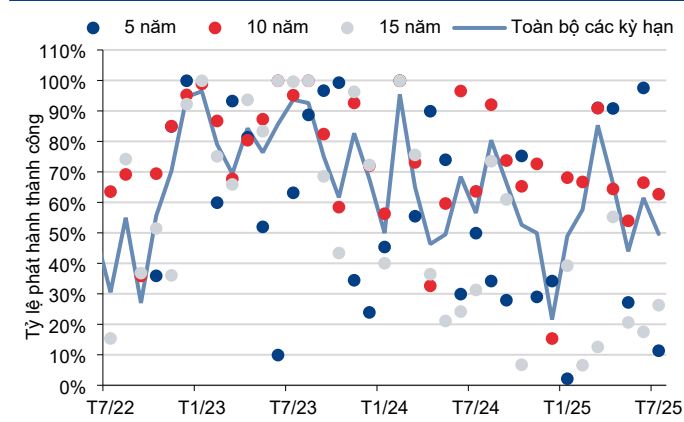
Lợi suất trúng thầu trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng tháng thứ 4 liên tiếp



Nguồn: VBMA, HSC

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

Tỷ lệ phát hành thành công trong tháng 7 đã giảm xuống còn 50% so với 62% trong tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

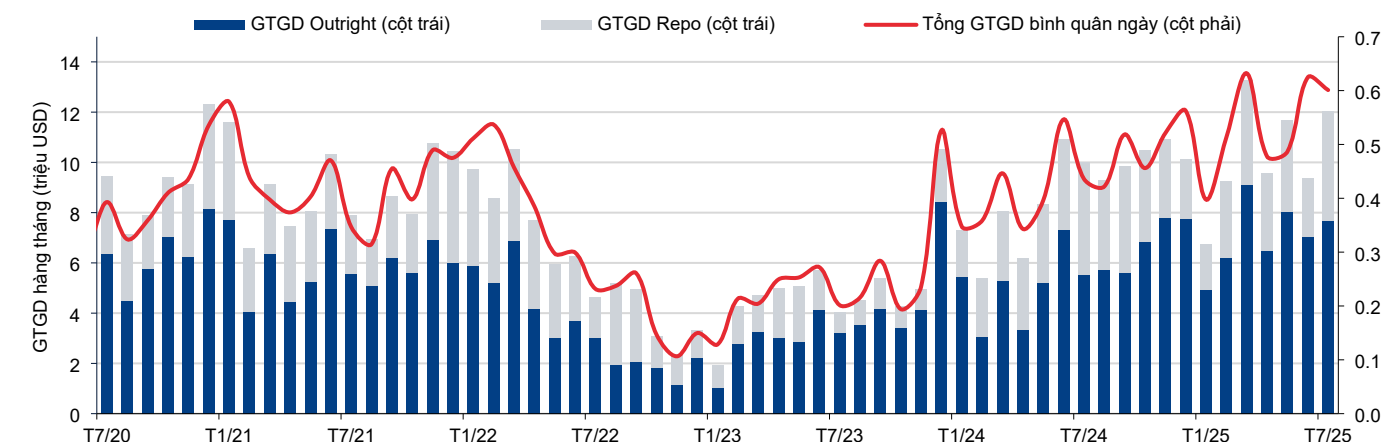
Thị trường thứ cấp

Trong tháng 7, thanh khoản TPCP trên thị trường thứ cấp tăng mạnh với tổng giá trị giao dịch đạt 314 nghìn tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ và tăng 28% so với tháng trước. Giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 15,7 nghìn tỷ đồng, tăng 38% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 4% so với tháng trước. Giao dịch outright vẫn chiếm ưu thế với 64% giá trị trong khi giao dịch mua lại chiếm 36% (Biểu đồ 7).

Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục tăng tháng thứ 5 liên tiếp, tăng 38-78 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 7-16 điểm cơ bản so với tháng trước. Tính đến cuối tháng 7, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt đạt 2,76% và 3,34% (Biểu đồ 8-9). Đáng chú ý, lợi suất kỳ hạn 10 năm đã vượt nhẹ dự báo tại thời điểm cuối năm của chúng tôi (3,2%), trong khi lợi suất kỳ hạn 5 năm đang tiến sát đến dự báo 3%, cho thấy sức ép lên lợi suất tăng mạnh hơn kỳ vọng.

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

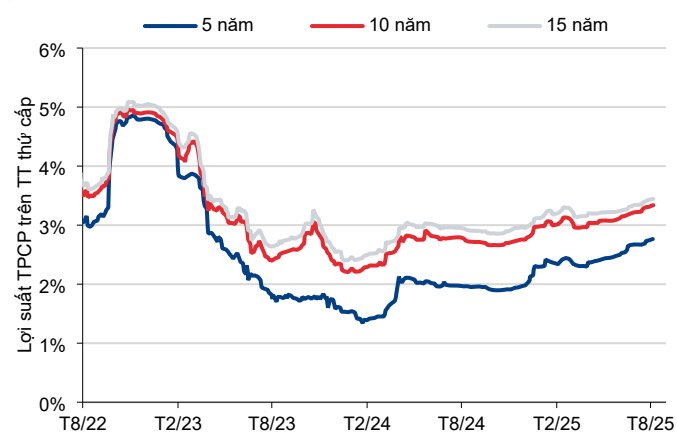
GTGD bình quân ngày trên thị trường thứ cấp tăng 38% so với cùng kỳ nhưng giảm nhẹ 4% so với tháng trước, đạt 15,7 nghìn tỷ đồng



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 8: Biến động lợi suất TPCP

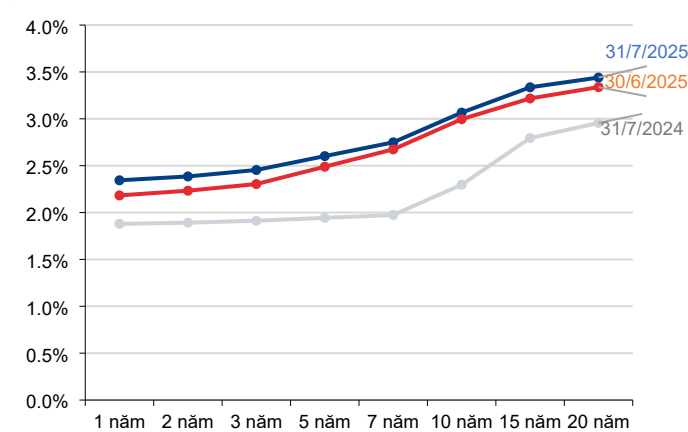
Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tại tất cả các kỳ hạn tăng 7-16 điểm cơ bản so với tháng trước



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 9: Đường cong lợi suất TPCP

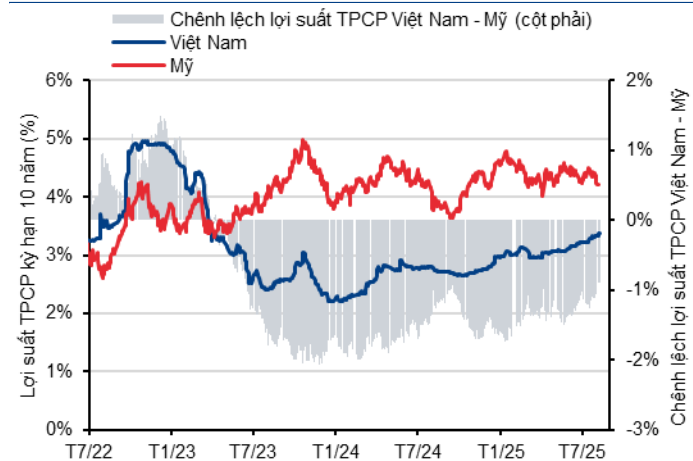
Đường cong lợi suất TPCP tăng 38-78 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong tháng 7



Nguồn: VBMA, HSC

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

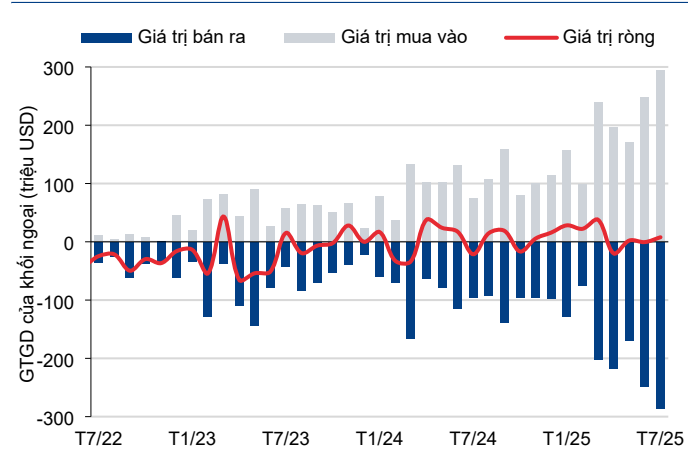
Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam – Mỹ tính đến ngày 8/8 là âm 90 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, VIRA, HSC

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

NDT NN duy trì vị thế mua ròng trong 7 tháng đầu năm 2025



Nguồn: CEIC, HSC

Bước sang tháng 8, lợi suất tiếp tục tăng nhẹ lên 2,77% đối với trái phiếu kỳ hạn 5 năm và 3,37% đối với trái phiếu kỳ hạn 10 năm, tiếp diễn xu hướng tăng trong tháng trước. Khi giải ngân đầu tư công tăng tốc để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, nhu cầu huy động vốn của Chính phủ có thể gia tăng trong những tháng tới. Điều này nhiều khả năng sẽ duy trì lợi suất TPCP Việt Nam ở mức cao, nhằm đảm bảo sức hấp dẫn đối với NĐT trên thị trường.

Trong khi đó, trên thế giới, thị trường ngày càng kỳ vọng chu kỳ giảm lãi suất sắp tới của Fed trong tháng 9 có thể hạn chế đà tăng của lãi suất TPCP trên toàn cầu. Tại Mỹ, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm dao động trong khoảng 4,3-4,5% trong tháng 7 trước khi giảm xuống 4,27% vào đầu tháng 8, thu hẹp chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam-Mỹ xuống âm 90 điểm cơ bản tại thời điểm ngày 8/8/2025 (Biểu đồ 10).

Một điểm nhấn đáng chú ý là sự trở lại của nhà đầu tư nước ngoài trên thị trường TPCP Việt Nam. Trong tháng 7, NĐT nước ngoài mua ròng 7,8 triệu USD (205 tỷ đồng), sau khi bán ròng 0,5 triệu USD (13,5 tỷ đồng) trong tháng 6. Trong 7 tháng đầu năm 2025, khối ngoại mua ròng 77,8 triệu USD (2 nghìn tỷ đồng), tăng gấp 9 lần so với cùng kỳ (8,4 triệu USD (219 tỷ đồng)). Xu hướng này cho thấy niềm tin của NĐT đối với thị trường trái phiếu Việt Nam đã trở lại trong bối cảnh triển vọng lãi suất trong nước ngày càng hấp dẫn (Biểu đồ 11).

Thị trường LNH và thị trường OMO

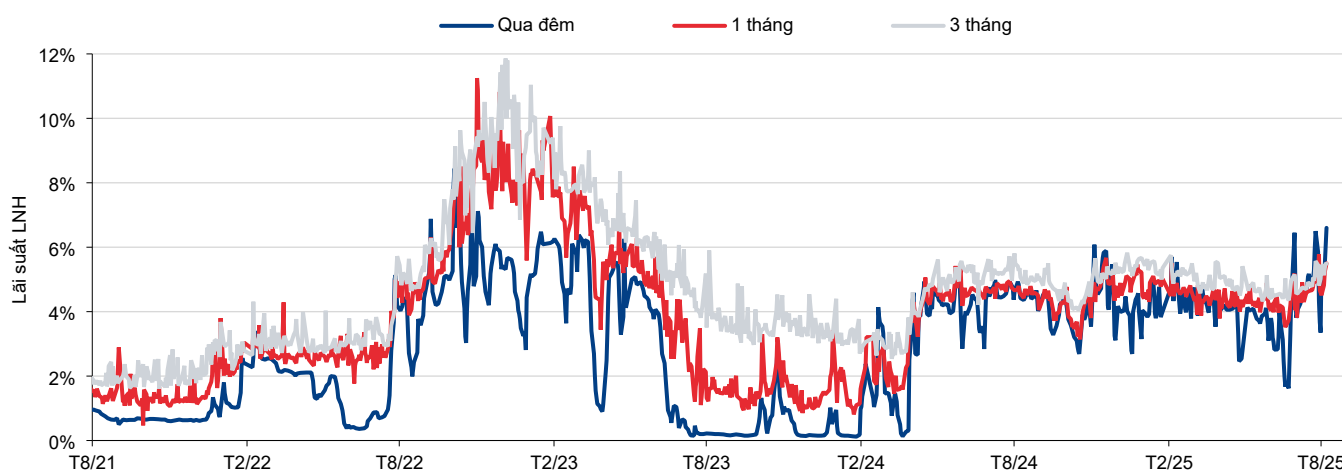
Thị trường LNH

Lãi suất LNH biến động mạnh trong tháng 7, phản ánh sức ép thanh khoản tạm thời trong hệ thống ngân hàng. Đáng chú ý, lãi suất cho vay qua đêm tăng mạnh lên 6,5% vào ngày 25/7/2025, sau đó nhanh chóng giảm xuống 3,35% vào cuối tháng. Lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng cũng giảm lần lượt 54 điểm cơ bản và 13 điểm cơ bản so với tháng trước, xuống lần lượt 4,64% và 5,02% (Biểu đồ 12).

Tính đến ngày 8/8/2025, lãi suất cho vay qua đêm LNH tăng mạnh trở lại đạt 6,25%, cho thấy sức ép thanh khoản vẫn tiếp diễn, chủ yếu do chỉ đạo của NHNN về việc [thúc đẩy tăng trưởng tín dụng](#) đồng thời duy trì mặt bằng lãi suất huy động & cho vay thấp để hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.

Biểu đồ 12: Lãi suất LNH (%/năm)

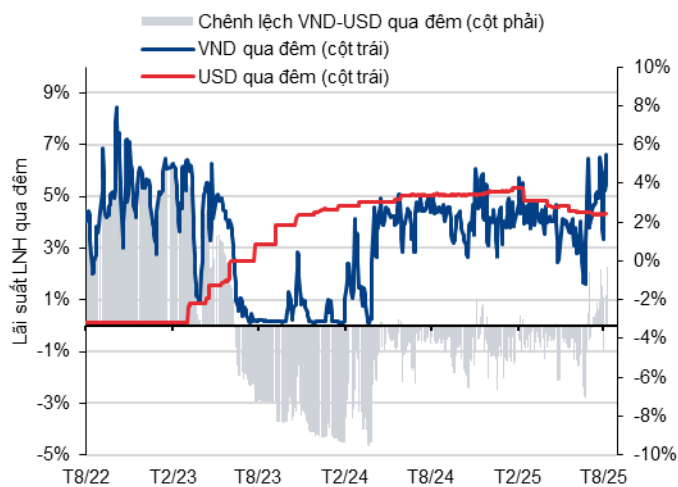
Lãi suất liên ngân hàng biến động mạnh trong tháng 7. Tính đến ngày 8/8, lãi suất qua đêm đã tăng mạnh lên 6,25%, cho thấy sức ép thanh khoản vẫn chưa hạ nhiệt



Nguồn: CEIC, HSC

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

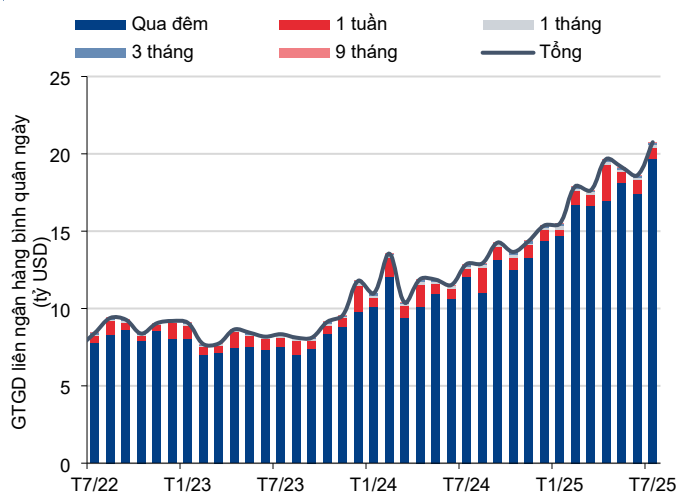
Chênh lệch lãi suất LNH qua đêm VND-USD tiếp tục tăng lên 194 điểm cơ bản tính đến ngày 8/8



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 14: GTGD liên ngân hàng bình quân ngày

GTGD liên ngân hàng bình quân ngày đạt 20,8 tỷ USD trong tháng 7, tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 61% so với tháng trước



Nguồn: CEIC, HSC

Trong khi lãi suất cho vay qua đêm đồng VND vẫn ở mức cao, lãi suất cho vay qua đêm LNH đối với đồng USD ổn định ở mức 4,32%, nâng chênh lệch lãi suất cho vay qua đêm VND-USD lên 194 điểm cơ bản tại thời điểm ngày 8/8/2025 (tăng đáng kể từ âm 95 điểm cơ bản tại thời điểm cuối tháng 7) (Biểu đồ 13).

Đối với thanh khoản, giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường LNH đạt mức cao kỷ lục trong tháng 7, tăng 12% so với cùng kỳ và tăng 61% so với tháng trước, đạt 20,8 tỷ USD. Giao dịch qua đêm tiếp tục áp đảo với 95% tổng giá trị giao dịch, đạt 19,7 nghìn tỷ USD, tăng 63% so với cùng kỳ (Biểu đồ 14).

Thị trường OMO

Trong bối cảnh lãi suất qua đêm LNH neo ở mức cao, NHNN tiếp tục duy trì vai trò chủ động trong việc quản lý thanh khoản hệ thống thông qua thị trường OMO. Trong tháng 7, NHNN đã phát hành 45,8 nghìn tỷ đồng tín phiếu, đồng thời có 68,3 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 22,5 nghìn tỷ đồng qua kênh này. Đồng thời, giá trị mua lại đảo ngược tăng mạnh với giá trị kỷ lục 426,4 nghìn tỷ đồng và 362,7 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 63,7 nghìn tỷ đồng.

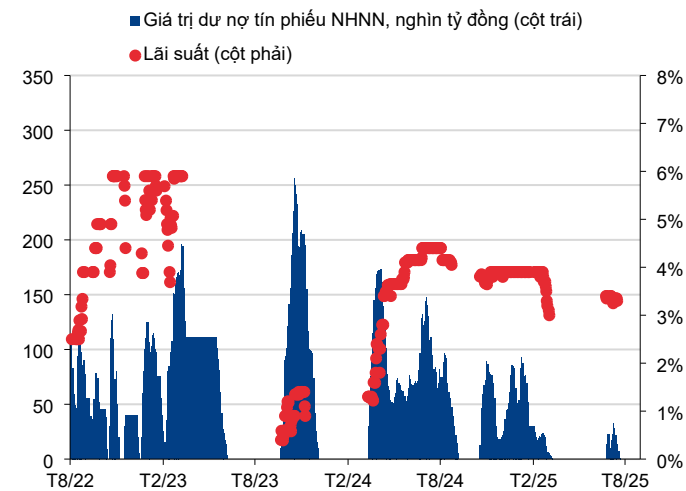
Nhìn chung, trong tháng 7, NHNN đã bơm ròng 86,2 nghìn tỷ đồng vào hệ thống thông qua thị trường OMO góp phần đảm bảo thanh khoản trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng cao. Trong 8 ngày đầu tháng 8, NHNN tiếp tục bơm 9,6 nghìn tỷ đồng vào thị trường thông qua hoạt động mua lại đảo ngược, trong khi NHNN tạm thời trì hoãn phát hành tín phiếu do sức ép thanh khoản trên thị trường LNH (Biểu đồ 15-16).

Kể từ đầu năm, NHNN đã rút 297,1 nghìn tỷ đồng thông qua phát hành tín phiếu NHNN trong khi bơm 1.817 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay. Tính đến ngày 8/8/2025, 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 216,5 nghìn tỷ đồng, tương đương tổng lượng tiền bơm ròng lũy kế đạt 216,5 nghìn tỷ đồng.

Thời gian tới, với chính sách tiền tệ hiện nay ưu tiên hỗ trợ tăng trưởng đồng thời bảo đảm ổn định vĩ mô, NHNN được kỳ vọng sẽ duy trì cách tiếp cận linh hoạt trên thị trường OMO. Điều này sẽ giúp duy trì lãi suất ngắn hạn và hạn chế mất cân đối thanh khoản kéo dài trong hệ thống ngân hàng.

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

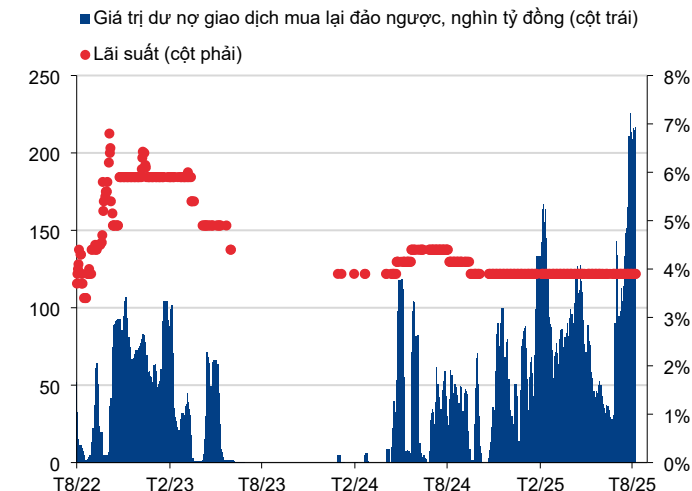
Ngân hàng Nhà nước tạm thời ngừng phát hành tín phiếu kể từ ngày 17/7 do sức ép thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng...



Nguồn: NHNN, HSC

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

... và tiếp tục bơm ròng 9,6 nghìn tỷ đồng thông qua hoạt động cho vay trong 8 ngày đầu tháng 8

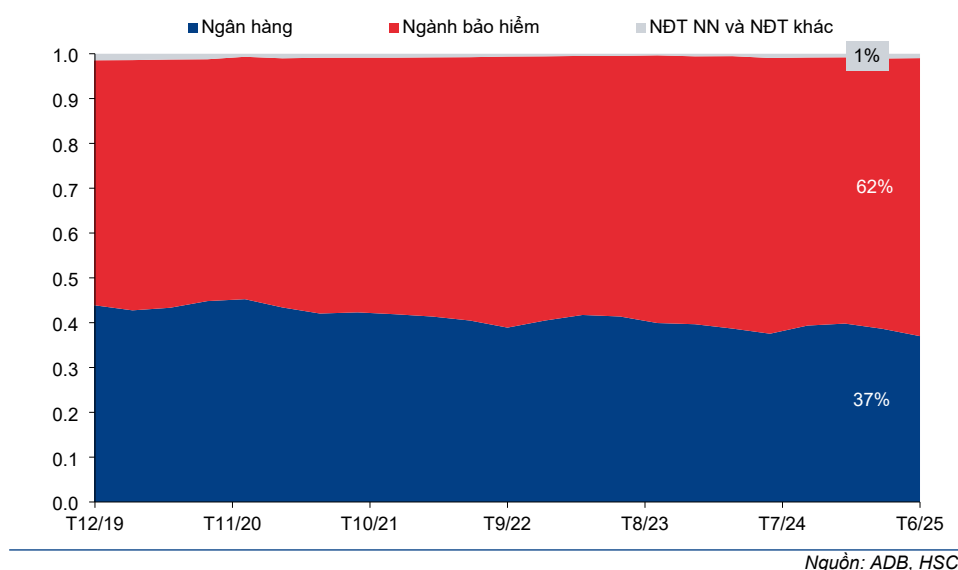


Nguồn: NHNN, HSC

Phụ lục

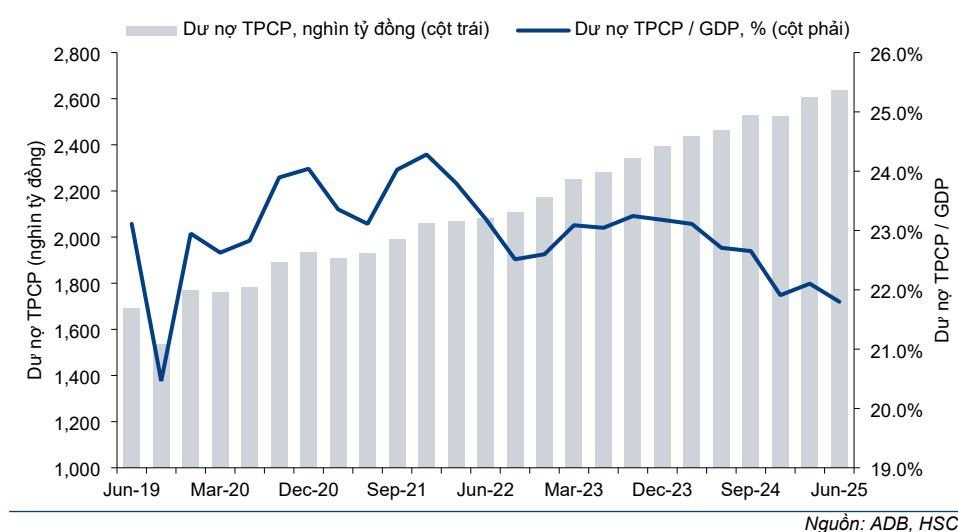
Biểu đồ 17: Dự nợ TPCP theo cơ cấu nhà đầu tư

Ngành Bảo hiểm (bao gồm VSSF và các công ty tư nhân) chiếm khoảng 62% tổng dự nợ TPCP tính đến cuối Q2/2025



Biểu đồ 18: Quy mô thị trường TPCP

Dự nợ TPCP tính đến tháng 6/2025 bằng 21,8% GDP lũy kế 12 tháng gần nhất



Bảng 19: TPCP phát hành mới trong tháng 7

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)
7/2/2025	5	1,000	100	-	-
7/2/2025	10	6,500	5,050	2,100	3.21
7/2/2025	15	2,000	800	-	-
7/2/2025	30	500	295	295	3.42
7/9/2025	5	1,000	100	-	-
7/9/2025	10	6,000	5,261	611	3.21
7/9/2025	15	2,000	900	500	3.35
7/9/2025	30	1,000	206	-	-
7/16/2025	5	500	100	-	-
7/16/2025	10	7,000	7,090	4,690	3.24
7/16/2025	15	2,000	700	-	-
7/16/2025	30	500	113	113	3.44
7/23/2025	5	500	100	100	2.70
7/23/2025	10	7,000	7,605	6,255	3.28
7/23/2025	15	2,000	2,550	1,750	3.37
7/23/2025	30	500	412	412	3.45
7/30/2025	5	500	300	300	2.75
7/30/2025	10	8,000	11,176	8,000	3.29
7/30/2025	15	3,000	750	650	3.40
7/30/2025	30	500	84	84	3.45

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 20: 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