

Phát hành TPCP 7 tháng đầu năm giảm tốc, lợi suất tăng nhẹ

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 trong tháng thứ 3 liên tiếp trong tháng 7, chỉ đạt 18,6 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 41% mục tiêu tháng, tương đương phát hành 7 tháng đầu năm 2026 hoàn thành 40% kế hoạch cả năm (500 nghìn tỷ đồng). Nhu cầu vẫn yếu bất chấp lợi suất tăng lên khiến nguồn cung có xu hướng dồn vào cuối năm.
- Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn với lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 4,25% và 4,45%, cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%. Tuy nhiên, nguồn cung cuối năm vẫn là rủi ro chính đối với diễn biến lợi suất.
- Điều kiện thị trường tiền tệ cải thiện với lãi suất qua đêm giảm xuống 4,02% vào ngày 19/8/2026 khi NHNN chuyển sang bơm ròng 8,4 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO kể từ đầu tháng đến ngày 20/8/2026 (so với rút ròng 73 nghìn tỷ đồng trong tháng 7), tương đương số dư OMO ở mức 180,8 nghìn tỷ đồng.

Phát hành 7 tháng đầu năm 2026 giảm tốc, nguồn cung dồn về giai đoạn cuối năm

Hoạt động phát hành TPCP tiếp tục chững lại trong tháng 7, khi nhu cầu thấp khiến tiến độ phát hành chậm hơn kế hoạch. KBNN chỉ huy động 18,6 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 41% mục tiêu tháng), tương đương phát hành 7 tháng đầu năm 2026 đạt 201,2 nghìn tỷ đồng (hoàn thành 40% mục tiêu cả năm). Nhu cầu vẫn yếu bất chấp lợi suất tăng lên, với lãi suất trung thầu bình quân đạt 4,2% trong khi tỷ lệ phát hành thành công giảm xuống 27%. Tuy nhiên, nhu cầu huy động vẫn trong tầm kiểm soát, khi giải ngân đầu tư công và chi ngân sách chỉ đạt lần lượt 42% và 43% kế hoạch. KBNN cũng duy trì được sự linh hoạt trong việc [sử dụng nguồn vốn nhà nước tạm thời nhàn rỗi](#) để đáp ứng nhu cầu ngân sách ngắn hạn, giảm bớt tính cấp thiết của việc phát hành với chi phí cao. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nguồn cung sẽ tiếp tục tập trung vào giai đoạn cuối năm, với tiến độ phát hành được điều chỉnh theo nhu cầu huy động vốn và điều kiện thị trường.

Lợi suất chịu áp lực nhưng thanh khoản đang chuyển sang hỗ trợ

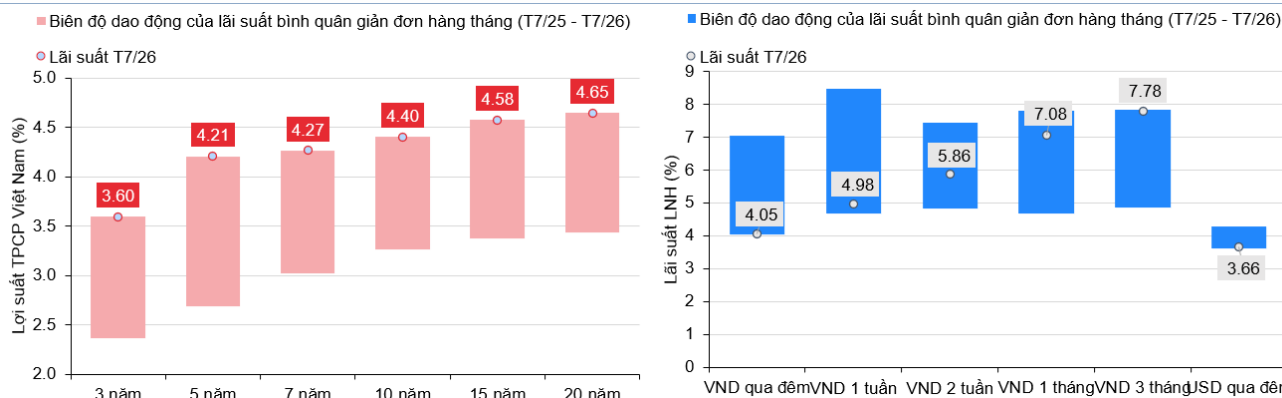
Thanh khoản thị trường thứ cấp vẫn tích cực với giá trị giao dịch tăng 18% so với cùng kỳ đạt 370 nghìn tỷ đồng, song lợi suất tiếp tục điều chỉnh tăng. Lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 4,25% và 4,45% tính đến ngày 20/8/2026, cao hơn một chút so với [dự báo tại thời điểm cuối năm 2026 của chúng tôi lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%](#). Áp lực từ lãi suất toàn cầu cũng có xu hướng tăng với lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng lên 4,7%, thu hẹp chênh lệch lợi suất Việt Nam - Mỹ kỳ hạn 10 năm xuống âm 27 điểm cơ bản. Tuy nhiên, thanh khoản trong nước cải thiện, được hỗ trợ bởi khả năng huy động vốn linh hoạt hơn của các ngân hàng theo khung LDR sửa đổi, sẽ giúp giảm bớt áp lực lên mặt bằng lãi suất trong nước. Cùng với kỳ vọng Fed ôn hòa hơn và triển vọng lạm phát thuận lợi hơn, điều này củng cố quan điểm của chúng tôi rằng lợi suất TPCP sẽ ổn định trong ngắn hạn. Dù vậy, kế hoạch phát hành lớn tập trung vào giai đoạn cuối năm vẫn là rủi ro tăng chính đối với lợi suất.

Thanh khoản thị trường tiền tệ cải thiện, NHNN hỗ trợ nhẹ qua kênh OMO

Điều kiện thị trường tiền tệ ổn định trong tháng 8 sau biến động gia tăng trong tháng 7. Lãi suất cho vay qua đêm giảm 170 điểm cơ bản so với cuối tháng 7 xuống 4,02% vào ngày 19/8/2026, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tuần giảm 35 điểm cơ bản xuống 4,48%, mặc dù lãi suất kỳ hạn 1 tháng và 3 tháng tăng lần lượt 4 điểm cơ bản và 58 điểm cơ bản lên lần lượt 6,97% và 7,89%. NHNN chuyển từ rút ròng 73 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO trong tháng 7 sang bơm ròng 8,4 nghìn tỷ đồng trong 20 ngày đầu tháng 8. Số dư kênh OMO giảm xuống 180,8 nghìn tỷ đồng từ 486 nghìn tỷ đồng vào tháng 2, NHNN vẫn còn nhiều dư địa để hỗ trợ thanh khoản nếu áp lực huy động gia tăng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/8.

Biểu đồ 1: Tổng quan thị trường TPCP và lãi suất liên ngân hàng trong tháng 7/2026



Nguồn: VBMA, NHNN, HSC

Tổng hợp thị trường TPCP tháng 7

Phát hành TPCP sụt giảm trong tháng thứ 3 liên tiếp trong tháng 7 đạt 18,6 nghìn tỷ đồng, tương đương phát hành 7 tháng đầu năm 2026 đạt 201,2 nghìn tỷ đồng, chỉ hoàn thành 40% mục tiêu cả năm là 500 nghìn tỷ đồng. Nhu cầu tiếp tục thấp bất chấp lợi suất tăng lên khiến nguồn cung ngày càng tập trung vào giai đoạn cuối năm. Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục được định giá lại ở mặt bằng cao hơn với lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt lần lượt 4,25% và 4,45%, cao hơn một chút so với dự báo của chúng tôi lần lượt ở mức 4,2% và 4,4%. Tuy nhiên, thanh khoản trong nước cải thiện nhờ nguồn vốn của ngân hàng linh hoạt hơn theo khuôn khổ LDR sửa đổi, cùng với kỳ vọng Fed ôn hòa hơn, sẽ hạn chế đà tăng của lợi suất. Điều kiện thị trường tiền tệ hạ nhiệt với lãi suất cho vay qua đêm giảm xuống 4,02% khi NHNN chuyển từ rút ròng 73 nghìn tỷ đồng trong tháng 7 sang bơm ròng 8,4 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO kể từ đầu tháng 8. Chúng tôi kỳ vọng lợi suất sẽ ổn định trong ngắn hạn với nguồn cung cuối năm vẫn là rủi ro chính.

Thị trường sơ cấp

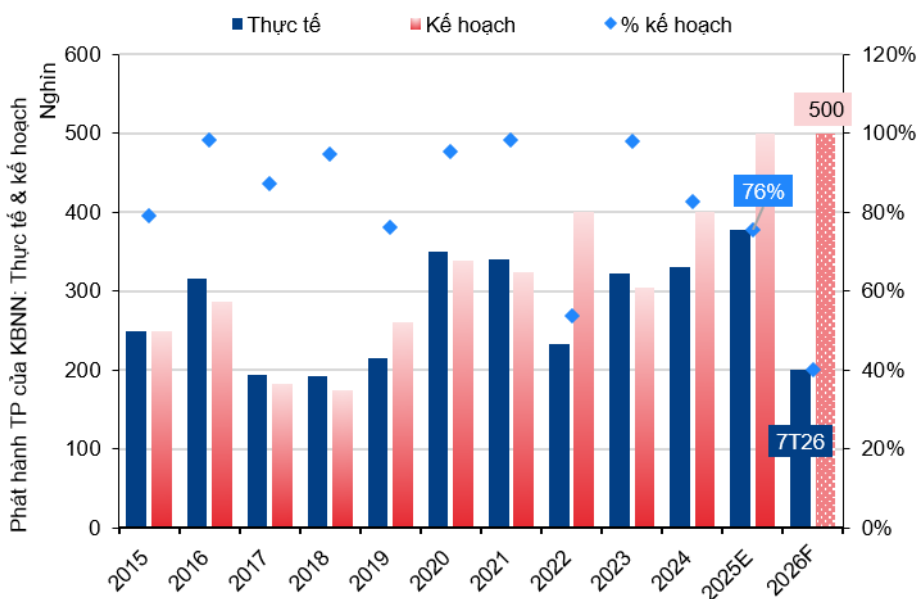
Phát hành TPCP tiếp tục chững lại trong tháng 7, đánh dấu tháng thứ ba liên tiếp sụt giảm. Tổng giá trị phát hành giảm 28% so với cùng kỳ và giảm 20% so với tháng trước xuống 18,6 nghìn tỷ đồng, chỉ hoàn thành 41% [mục tiêu tháng của KBNN là 45 nghìn tỷ đồng](#). Ngoại trừ kỳ hạn 15 năm, phát hành giảm ở tất cả các kỳ hạn cho thấy nhu cầu vẫn chưa cải thiện đáng kể bất chấp lợi suất tiếp tục định giá lại ở mặt bằng cao hơn (Mời xem Biểu đồ 29 trong phần Phụ lục).

Nguồn cung tiếp tục tập trung vào các kỳ hạn 5 năm và 10 năm, đóng góp tổng cộng 97% giá trị phát hành trong tháng 7. Kỳ hạn 10 năm chiếm tỷ trọng lớn nhất ở mức 9,4 nghìn tỷ đồng, tương đương 51% tổng giá trị phát hành, mặc dù giảm mạnh 57% so với cùng kỳ và giảm 30% so với tháng trước. Trong khi đó, phát hành kỳ hạn 5 năm đạt 8,6 nghìn tỷ đồng, giảm 6% so với tháng trước, chiếm 46% tổng giá trị phát hành. Giá trị phát hành ở các kỳ hạn khác vẫn hạn chế, chỉ đạt 190 tỷ đồng ở kỳ hạn 3 năm, 175 tỷ đồng ở kỳ hạn 15 năm và 280 tỷ đồng ở kỳ hạn 30 năm. Đáng chú ý, trái phiếu kỳ hạn 3 năm được phát hành trở lại sau 3,5 năm gián đoạn đã không thu hút nhu cầu đáng kể từ NĐT, cho thấy khẩu vị thị trường vẫn tương đối thận trọng (Biểu đồ 3-4).

Từ đó, phát hành Q3 mới đạt 18,6 nghìn tỷ đồng sau tháng đầu tiên, chỉ hoàn thành 16% [mục tiêu quý là 120 nghìn tỷ đồng](#). Trong 7 tháng đầu năm 2026, KBNN đã huy động 201,2 nghìn tỷ đồng, đạt khoảng 40% mục tiêu cả năm và cho thấy tốc độ phát hành ngày càng chậm khi bước vào nửa cuối năm. Trong cơ cấu phát hành 7 tháng đầu năm 2026, trái phiếu kỳ hạn 10 năm vẫn áp đảo với 80% tổng giá trị phát hành, tiếp theo là trái phiếu kỳ hạn 5 năm ở mức 18%, trong khi các kỳ hạn khác chỉ chiếm 2% còn lại (Biểu đồ 2-5).

Biểu đồ 2: Phát hành trái phiếu của KBNN: Thực tế so với kế hoạch

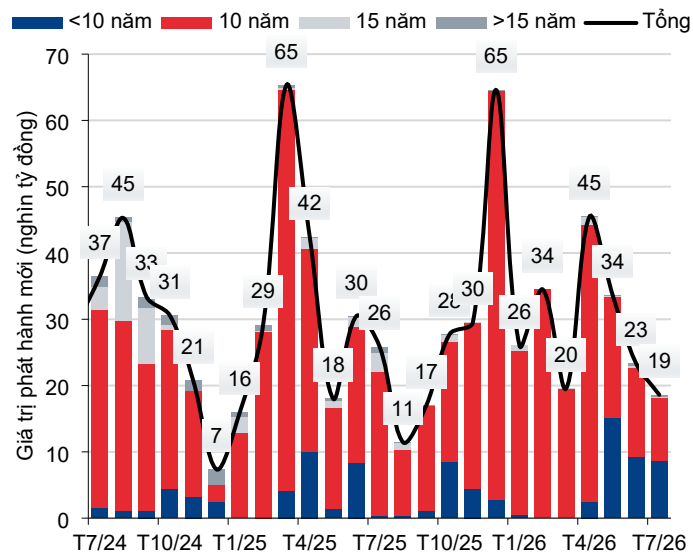
Tổng giá trị TPCP phát hành trong 7 tháng đầu năm 2026 chỉ đạt 40% kế hoạch cả năm



Nguồn: VBMA, HSC

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

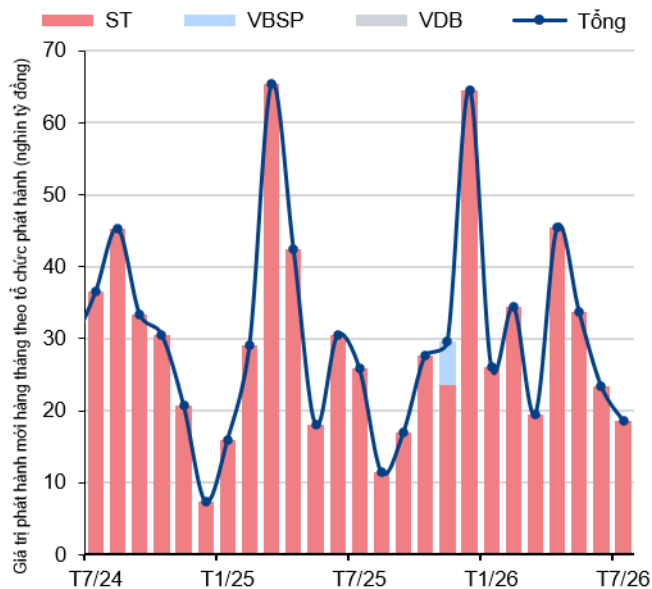
Giá trị phát hành trong tháng 7 chỉ đạt 41% kế hoạch tháng, đưa tổng giá trị phát hành trong Q3/2026 lên mức chỉ 16% kế hoạch quý (120 nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, HSC

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

Toàn bộ lượng TPCP trong 7 tháng đầu năm 2026 đều được phát hành bởi KBNN



Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 5: TPCP năm 2026: Phát hành thực tế so với kế hoạch

Giá trị phát hành thực tế trong 7 tháng đầu năm thấp hơn so với kế hoạch, từ đó làm gia tăng áp lực huy động vốn trong những tháng cuối năm

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026 (nghìn tỷ đồng)	Kế hoạch Q3/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế T7/26 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế Q3/26 đến T7 (nghìn tỷ đồng)	Thực tế 2026 (nghìn tỷ đồng)	% kế hoạch Q3/26	% kế hoạch 2026
3 năm		5.0	0.2	0.2	0.5	0%	
5 năm		35.0	8.6	8.6	35.8	24%	
7 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
10 năm		60.0	9.4	9.4	161.3	16%	
15 năm		14.0	0.2	0.2	2.7	1%	
20 năm		2.0	0.0	0.0	0.0	0%	
30 năm		2.0	0.3	0.3	0.8	14%	
Tổng	500.0	120.0	18.6	18.6	201.2	16%	40%

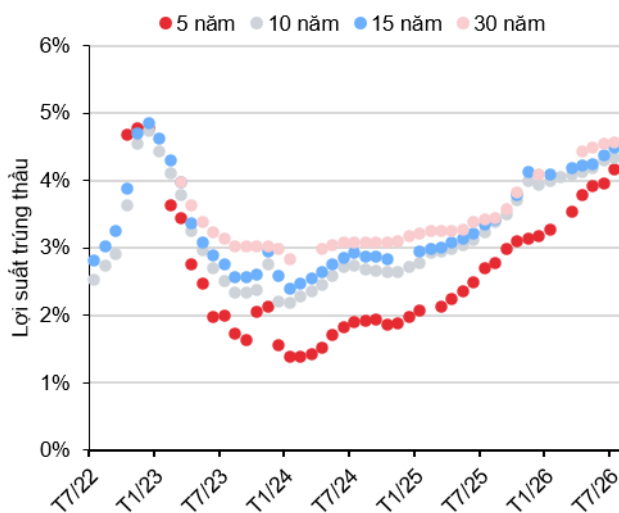
Nguồn: VBMA, HSC

Nhu cầu tiếp tục yếu bất chấp lợi suất đầu thầu tiếp tục định giá lại ở mặt bằng cao hơn. Lãi suất trúng thầu bình quân tăng lên 4,2% trong tháng 7, tăng 104 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 8 điểm cơ bản so với tháng trước. Theo từng kỳ hạn, lãi suất trúng thầu đạt 3,55% cho kỳ hạn 3 năm, 4,19% cho kỳ hạn 5 năm, 4,35% cho kỳ hạn 10 năm, 4,50% cho kỳ hạn 15 năm và 4,59% cho kỳ hạn 30 năm, tương đương tăng 111-146 điểm cơ bản so với cùng kỳ và tăng 2-21 điểm cơ bản so với tháng trước. Trong khi đó, kỳ hạn trúng thầu bình quân giảm nhẹ xuống 8 năm trong tháng 7 từ 11 năm cùng kỳ năm ngoái, trong khi bình quân 7 tháng đầu năm 2026 ở mức 9,2 năm, thấp hơn bình quân 9,8 năm trong năm 2025, nhưng vẫn nằm trong khoảng mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ. Điều này cho thấy KBNN đang trở nên chọn lọc hơn ở các kỳ hạn dài, khi lợi suất cao hơn làm tăng chi phí cố định nguồn vốn dài hạn (Biểu đồ 6-7).

KBNN đã gọi thầu tới 69 nghìn tỷ đồng trong tháng 7 nhưng chỉ huy động được 18,6 nghìn tỷ đồng, tương đương tỷ lệ phát hành thành công 27%, giảm từ 34% trong tháng 6. Tỷ lệ đặt thầu so với gọi thầu chỉ cải thiện nhẹ từ 73% lên 76%, củng cố quan điểm rằng NĐT vẫn ngần ngại gia tăng tỷ trọng nắm giữ trái phiếu ở các mặt bằng lợi suất hiện tại (Biểu đồ 8-9).

Biểu đồ 6: Biến động lợi suất trúng thầu hàng tháng trên thị trường sơ cấp (%/năm)

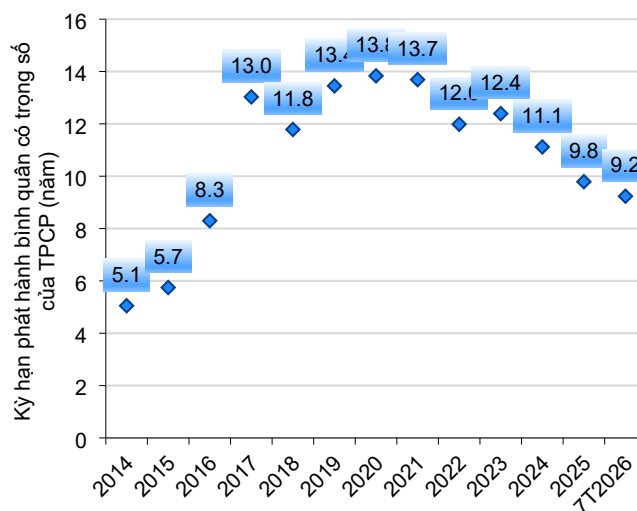
Lợi suất trên thị trường sơ cấp tiếp tục tăng nhẹ trong tháng 7 và hiện chỉ còn cách mức đỉnh cuối năm 2022 khoảng 100 điểm cơ bản



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 7: Kỳ hạn phát hành bình quân có trọng số của TPCP

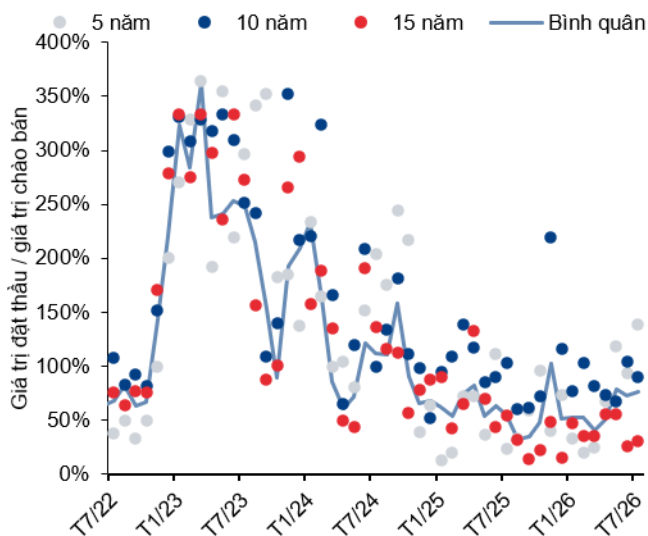
Trong 7 tháng đầu năm 2026, kỳ hạn phát hành bình quân là 9,2 năm, nằm trong vùng mục tiêu 9-11 năm của Chính phủ



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 8: TPCP: Tỷ lệ đặt thầu trên khối lượng gọi thầu (bid-to-cover)

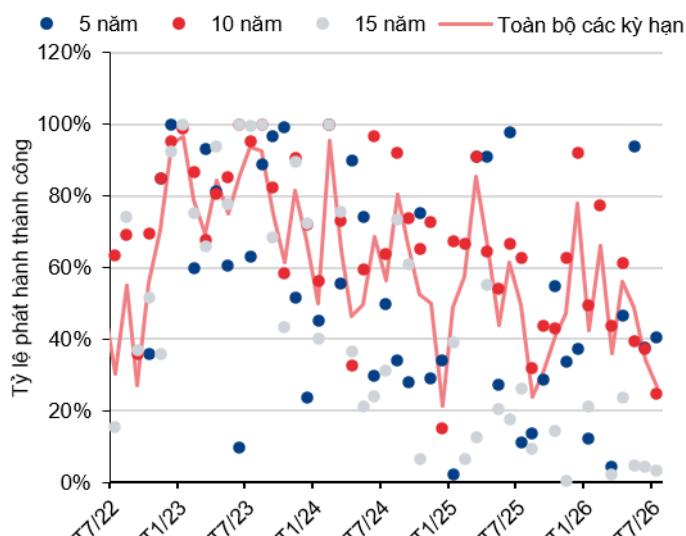
Tỷ lệ bid-to-cover chỉ tăng nhẹ từ 73% lên 76%, cho thấy nhà đầu tư vẫn tiếp tục yêu cầu mức lợi suất cao hơn



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 9: TPCP: Tỷ lệ phát hành thành công

Tỷ lệ phát hành thành công giảm từ 34% xuống còn 27%, trong đó phần lớn các lệnh trúng thầu có kỳ hạn 5 năm



Nguồn: VBMA, HSC

Với chỉ còn 5 tháng cuối năm, khối lượng TPCP cần phát hành còn khá lớn. Tuy nhiên, tiến độ phát hành chậm hiện chưa cho thấy áp lực huy động vốn cấp thiết. [Giải ngân đầu tư công chỉ đạt khoảng 42% kế hoạch cả năm trong 7 tháng đầu năm 2026 trong khi chỉ ngân sách ở mức khoảng 43% dự toán](#). Khi nhu cầu sử dụng vốn vẫn chưa theo kịp kế hoạch phát hành, việc tăng tốc phát hành sẽ có nguy cơ đẩy chi phí vay lên mức cao hơn.

Ngoài ra, KBNN vẫn duy trì được sự linh hoạt trong việc phối hợp với NHNN để quản lý thanh khoản hệ thống, bao gồm [sử dụng nguồn vốn nhà nước tạm thời nhân rồi khi phù hợp](#) như cho ngân sách trung ương vay để đáp ứng nhu cầu chi tiêu ngắn hạn, qua đó giảm nhu cầu phát hành TPCP ngay lập tức. KBNN cũng có thể thực hiện repo TPCP với các ngân hàng để hỗ trợ thanh khoản thị trường. Điều này giúp KBNN linh

hoạt hơn trong việc xác định thời điểm phát hành theo nhu cầu huy động thực tế và điều kiện thị trường, thay vì máy móc đáp ứng mục tiêu phát hành hàng năm.

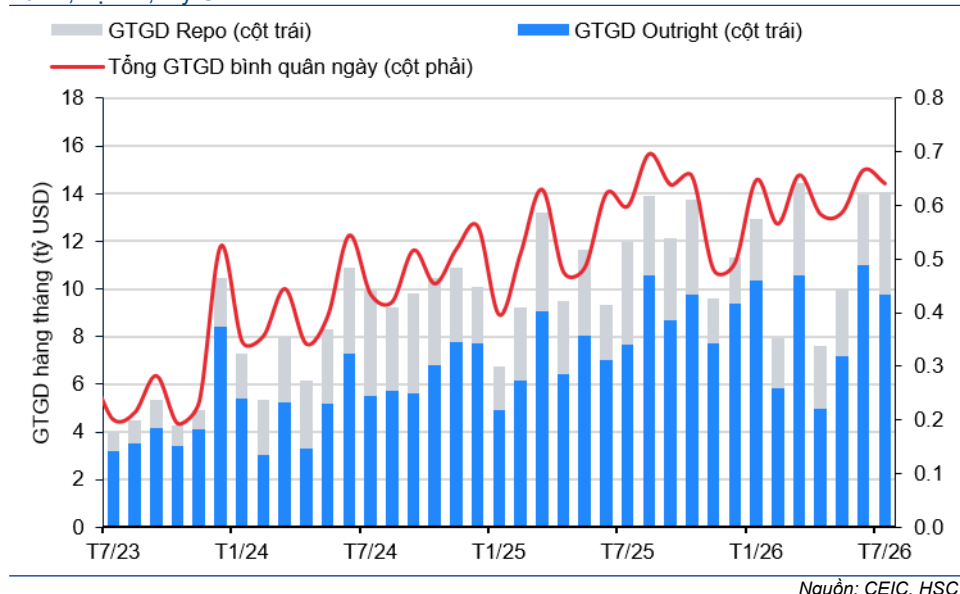
Thị trường thứ cấp

Trái với thị trường sơ cấp, thanh khoản thị trường thứ cấp vẫn tích cực trong tháng 7. Tổng giá trị giao dịch đạt 370 nghìn tỷ đồng (14,1 tỷ USD), tăng 18% so với cùng kỳ và tăng 1% so với tháng trước, trong khi giá trị giao dịch bình quân ngày đạt 16,9 nghìn tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 4% so với tháng trước. Giao dịch outright vẫn áp đảo với gần 70% tổng giá trị giao dịch, tăng 28% so với cùng kỳ nhưng giảm 11% so với tháng trước. Trong khi đó, hoạt động repo tăng mạnh 45% so với tháng trước, chiếm khoảng 30% tổng giá trị giao dịch (Biểu đồ 10).

Đáng chú ý hơn, lợi suất tiếp tục điều chỉnh tăng trên toàn bộ thị trường thứ cấp. Lợi suất TPCP tăng 1-7 điểm cơ bản so với tháng trước trên toàn bộ đường cong trong tháng 7, tương đương tăng 107-147 điểm cơ bản so với cùng kỳ. Tính đến cuối tháng, lợi suất kỳ hạn 5 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt đạt 4,21%, 4,41% và 4,58%. Xu hướng tăng kéo dài sang 3 tuần đầu tháng 8 với lợi suất tăng thêm 1-6 điểm cơ bản. Lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm đạt 4,25% và 4,45%, cao hơn một chút so với [dự báo tại thời điểm cuối năm 2026 của chúng tôi là 4,2% và 4,4%](#). Tuy nhiên, đường cong lợi suất vẫn thấp hơn một chút so với lãi suất điều hành của NHNN (4,5%) (Biểu đồ 11-12).

Biểu đồ 10: GTGD hàng tháng và thanh khoản bình quân ngày

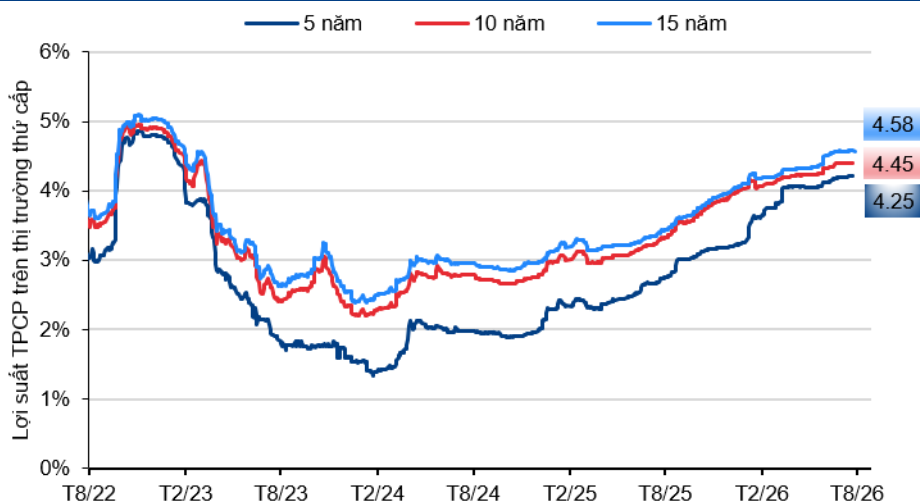
GTGD bình quân ngày trong tháng 7 tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 4% so với tháng trước, đạt 14,1 tỷ USD



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 11: Diễn biến lợi suất TPCP

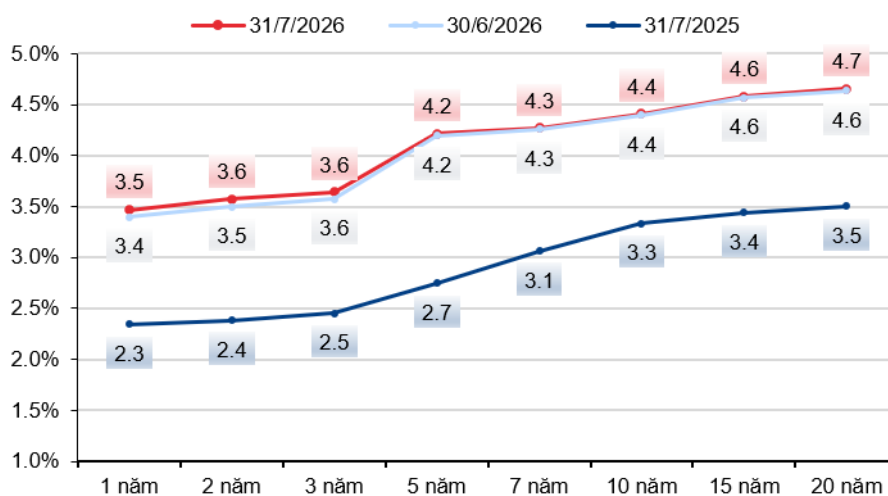
Lợi suất trên thị trường thứ cấp tiếp tục xu hướng tăng trong tháng 7, hình thành mặt bằng lợi suất mới ở mức cao hơn



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/8.
Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 12: Đường cong lợi suất TPCP

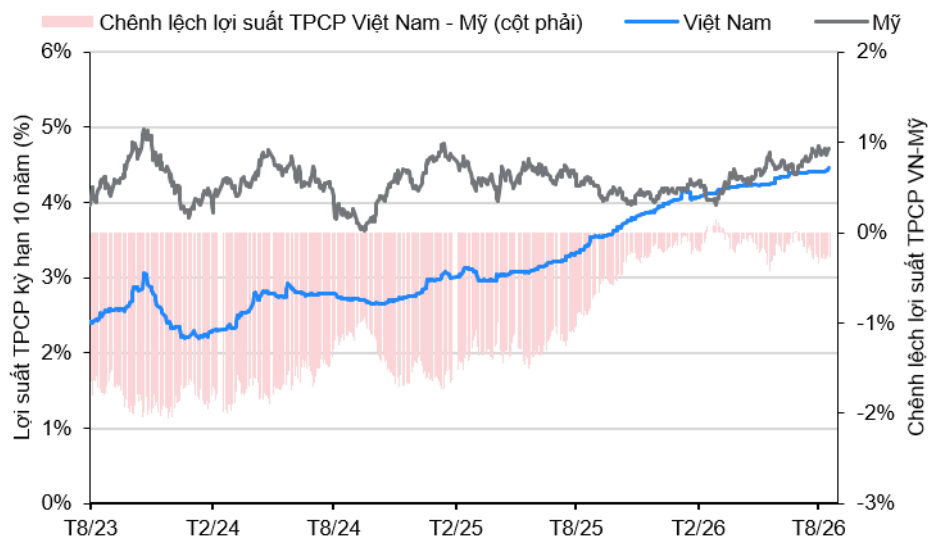
Lợi suất TPCP tại tất cả các kỳ hạn đều tăng 1-7 điểm cơ bản so với tháng trước và tăng 107-147 điểm cơ bản so với cùng kỳ trong tháng 7



Nguồn: VBMA, HSC

Biểu đồ 13: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm: Việt Nam và Mỹ

Chênh lệch lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm giữa Việt Nam – Mỹ đã thu hẹp từ cuối tháng 7 đến giữa tháng 8 sau khi lợi suất TPCP Mỹ tăng mạnh



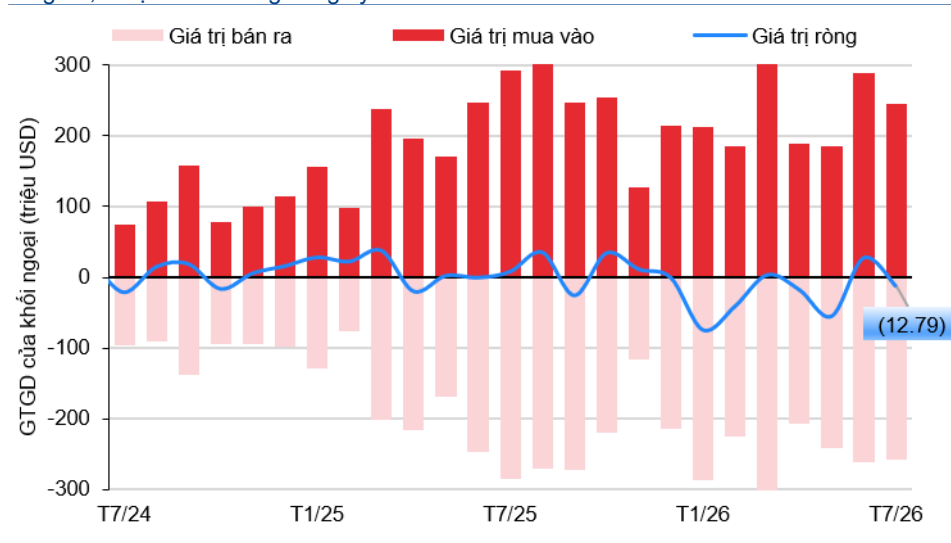
Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/8.
Nguồn: VBMA, HSC

Đà tăng của lợi suất trong nước cũng được củng cố bởi xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu toàn cầu. Lợi suất TPCP Mỹ kỳ hạn 10 năm tăng lên khoảng 4,7% vào ngày 20/8/2026, mức cao nhất kể từ tháng 1/2025, thu hẹp chênh lệch lợi suất giữa TPCP Việt Nam-Mỹ kỳ hạn 10 năm xuống âm 27 điểm cơ bản (Biểu đồ 13). Lợi suất của Mỹ gia tăng phản ánh lo ngại về thâm hụt tài khóa của Mỹ, gánh nặng nợ Chính phủ vượt 40 nghìn tỷ USD và nguồn cung TPCP dồi dào, từ đó khiến NĐT yêu cầu phần bù kỳ hạn cao hơn đối với trái phiếu kỳ hạn dài. Áp lực cũng lan sang các thị trường khu vực. Lợi suất TPCP Nhật Bản kỳ hạn 10 năm tăng lên 2,94%, mức cao nhất trong nhiều thập kỷ, trong khi lợi suất TPCP tại Malaysia, Thái Lan, Singapore và Hàn Quốc cũng tăng lên (Biểu đồ 15-16).

Khối ngoại quay lại bán ròng TPCP Việt Nam trong tháng 7 sau khi mua ròng trong tháng 6 với giá trị bán ròng 336,3 tỷ đồng (12,8 triệu USD), tương đương tổng giá trị bán ròng đạt 170 triệu USD trong 7 tháng đầu năm 2026, so với mua ròng 77,5 triệu USD cùng kỳ năm ngoái. Điều này cho thấy khối ngoại vẫn thận trọng về thị trường trái phiếu Việt Nam (Biểu đồ 14).

Biểu đồ 14: GTGD hàng tháng của khối ngoại trên thị trường thứ cấp

NGĐT NN bán ròng 170 triệu USD trong 7 tháng đầu năm 2026, đảo chiều so với mức mua ròng 77,5 triệu USD trong cùng kỳ năm trước



Nguồn: CEIC, HSC

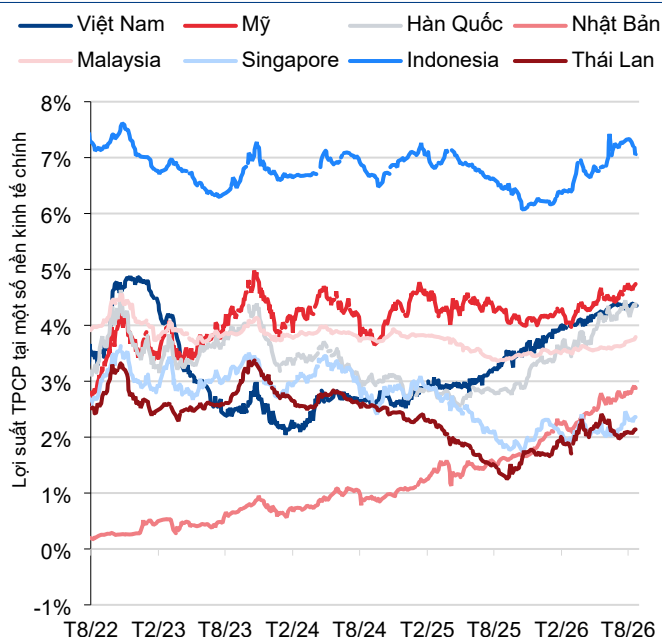
Tuy nhiên, áp lực tăng lợi suất toàn cầu có thể hạ nhiệt khi Kho bạc Mỹ đã [nâng quy mô các nghiệp vụ mua lại trái phiếu kỳ hạn dài lên tối thiểu 4 tỷ USD mỗi đợt](#) vào ngày 19/8/2026, từ mức trần trước đó là 2 tỷ USD, nhằm cải thiện thanh khoản ở các kỳ hạn dài hơn và giảm áp lực trên thị trường. Trong khi đó, [kỳ vọng Fed tiếp tục thắt chặt đã hạ nhiệt](#) khi thị trường hiện kỳ vọng Fed sẽ duy trì trạng thái chờ đợi lâu hơn trước khi có khả năng tăng lãi suất trở lại. Điều này sẽ giúp hạn chế đà tăng của lợi suất TPCP Mỹ.

Điều kiện thanh khoản trong nước cũng đang trở nên hỗ trợ hơn. Theo [Quyết định số 1743/QĐ-NHNN](#), tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của KBNN được tính vào cơ sở nguồn vốn của ngân hàng để tính hệ số LDR đã được nâng từ 20% lên 50%. Điều này giúp các ngân hàng linh hoạt hơn trong việc huy động vốn trong bối cảnh chênh lệch tín dụng-huy động vẫn ở mức cao (Biểu đồ 28 trong Phụ lục). Kết hợp với điều kiện thanh khoản cải thiện và triển vọng lạm phát thuận lợi hơn, những yếu tố này sẽ giúp giảm áp lực lên lãi suất liên ngân hàng (Mời xem phân tích bên dưới) và qua đó hỗ trợ mặt bằng lợi suất TPCP. Do đó, chúng tôi kỳ vọng lợi suất TPCP sẽ ổn định trong ngắn hạn sau đợt tăng mạnh kể từ cuối năm 2024.

Tuy nhiên, nguồn cung vẫn là rủi ro chính đối với thị trường trái phiếu từ nay đến cuối năm. Do chỉ hoàn thành khoảng 40% mục tiêu phát hành cả năm (như đã đề cập ở trên), nguồn cung còn phải hấp thụ trong những tháng còn lại vẫn ở mức cao. Mặc dù thanh khoản cải thiện và bối cảnh vĩ mô thuận lợi hơn sẽ giúp hạn chế áp lực lợi suất, khả năng hấp thụ nguồn cung còn lại của thị trường sẽ quyết định xu hướng lợi suất trái phiếu.

Biểu đồ 15: Lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm của một số nền kinh tế

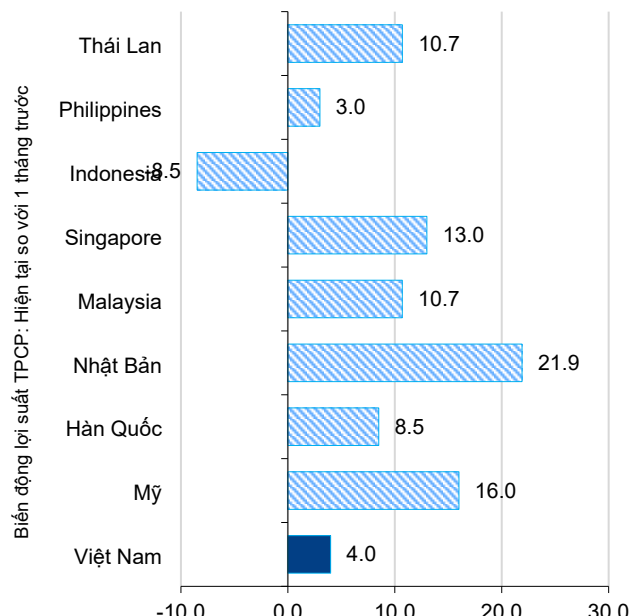
Lợi suất tại một số nền kinh tế đã có xu hướng tăng kể từ cuối năm 2025, trong đó Việt Nam ghi nhận mức phục hồi mạnh



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 16: Biến động lợi suất trái phiếu chính phủ: hiện tại so với 1 tháng trước

Đà tăng của lợi suất TPCP Việt Nam đã chậm lại, trái ngược với mức tăng mạnh hơn tại hầu hết các thị trường trái phiếu trong khu vực



Nguồn: CEIC, Tradingeconomics, HSC

Thị trường LNH và OMO

Điều kiện thị trường tiền tệ tiếp tục biến động trong tháng 7 trước khi ổn định trong nửa đầu tháng 8. Lãi suất cho vay qua đêm LNH giảm mạnh từ khoảng 6% xuống chỉ còn 0,75% vào ngày 30/7/2026, mức thấp nhất kể từ tháng 3/2024, trước khi tăng lên khoảng 6% vào ngày hôm sau. Tính đến cuối tháng 7, lãi suất cho vay qua đêm ở mức 5,72%, trong khi lãi suất kỳ hạn 1 tuần, 1 tháng và 3 tháng lần lượt là 4,83%, 6,93% và 6,93% (Biểu đồ 17-18).

Biểu đồ 17: Lãi suất LNH bình quân hàng tháng theo kỳ hạn

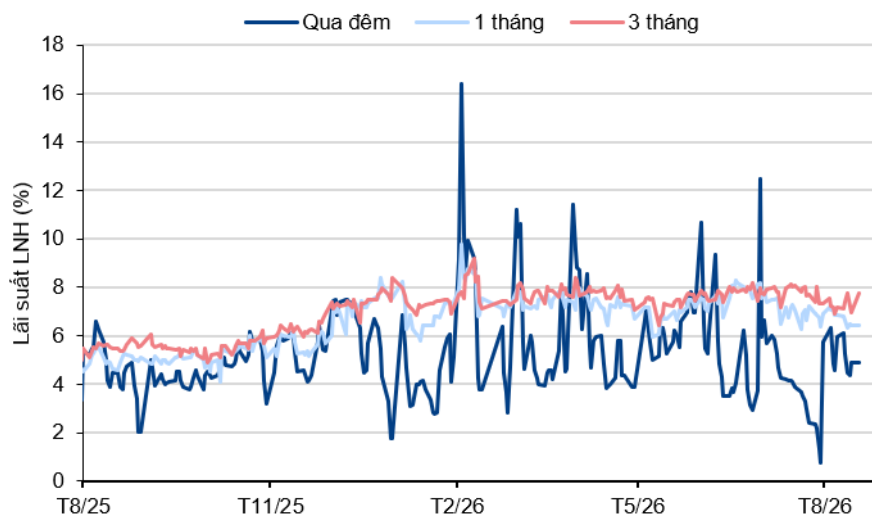
Lãi suất LNH kỳ hạn ngắn giảm trong tháng 7, trong khi lãi suất các kỳ hạn dài vẫn duy trì ở mức cao

Lãi suất LNH bình quân (%)	Qua đêm	1 tuần	2 tuần	1 tháng	3 tháng	6 tháng	9 tháng
T1/2026	4.29	5.04	5.58	6.78	7.32	7.79	8.02
T2/2026	7.05	8.49	7.28	7.81	7.84	7.80	7.95
T3/2026	6.32	6.80	7.25	7.44	7.82	7.81	7.82
T4/2026	5.47	6.09	6.54	7.29	7.75	7.89	8.25
T5/2026	6.30	6.48	6.71	6.93	7.37	7.92	8.31
T6/2026	5.41	6.47	7.02	7.69	7.79	8.04	8.02
T7/2026	4.05	4.98	5.86	7.08	7.78	8.23	9.26
Bình quân	5.56	6.33	6.61	7.29	7.67	7.92	8.23

Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Biểu đồ 18: Lãi suất LNH (%/năm)

Lãi suất LNH ở các kỳ hạn nhìn chung duy trì tương đối ổn định trong nửa đầu tháng 8, trong đó lãi suất LNH qua đêm ổn định trong khoảng 4-6%/năm



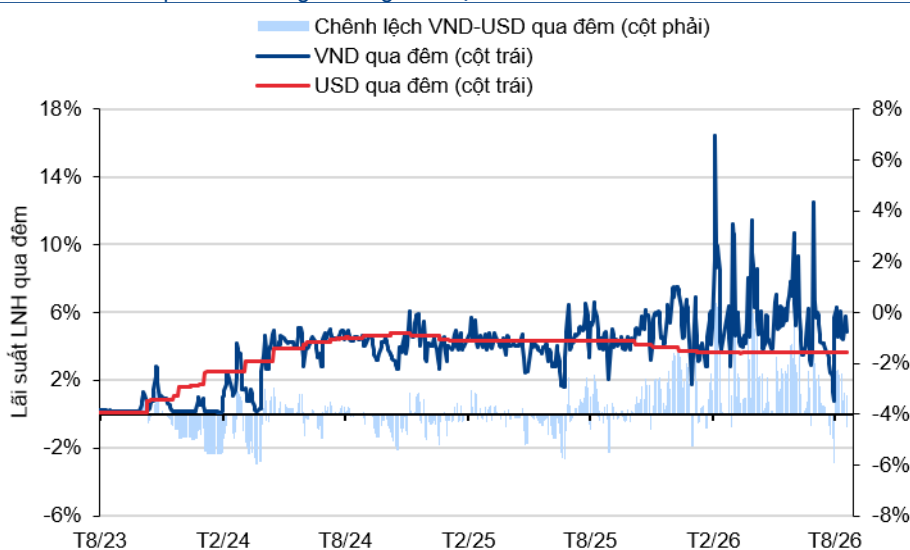
Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 19/8.
Nguồn: NHNN, CEIC, HSC

Thanh khoản thị trường LNH tăng nhẹ với tổng giá trị giao dịch trong tháng 6 đạt 33,8 tỷ USD (888,6 nghìn tỷ đồng), tăng 63% so với cùng kỳ và tăng 5% so với tháng trước. Giao dịch qua đêm tiếp tục chiếm ưu thế với khoảng 96% tổng giá trị giao dịch, phản ánh nhu cầu vốn ngắn hạn của các ngân hàng vẫn tiếp tục ở mức cao (Biểu đồ 19-21).

Tại kênh OMO, NHNN tiếp tục hút thanh khoản trong tháng 7 với giá trị rút ròng 73 nghìn tỷ đồng, tháng rút ròng thứ 2 liên tiếp. NHNN đã bơm 105,9 nghìn tỷ đồng thông qua các hợp đồng repo đảo ngược so với 178,9 nghìn tỷ đồng đáo hạn trong tháng. Lãi suất repo đảo ngược duy trì ở mức 4,5% với các kỳ hạn từ 7 đến 91 ngày. Kỳ hạn 63 ngày chiếm tỷ trọng trung thầu lớn nhất ở mức 34%, tiếp theo là kỳ hạn 7 ngày ở mức 28%, trong khi các kỳ hạn còn lại chiếm 38% (Biểu đồ 22-23).

Biểu đồ 19: Lãi suất LNH qua đêm VND-USD (%/năm)

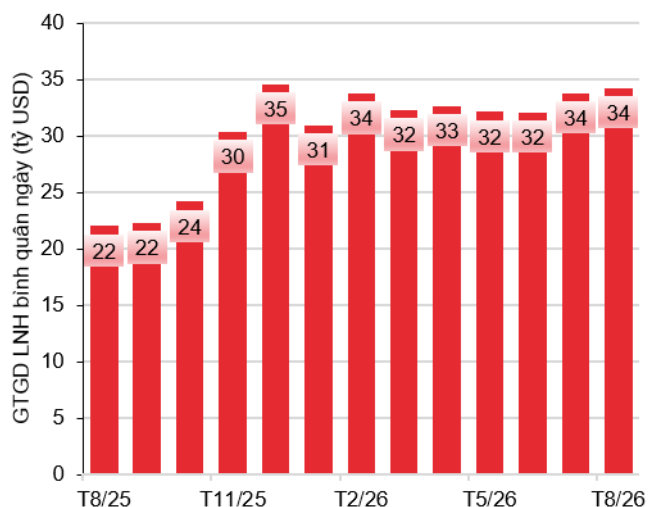
Chênh lệch lãi suất VND-USD LNH qua đêm giảm còn 36 điểm cơ bản tính đến ngày 19/8 sau khi lãi suất qua đêm trong nước giảm mạnh



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 20: Thanh khoản LNH hàng tháng

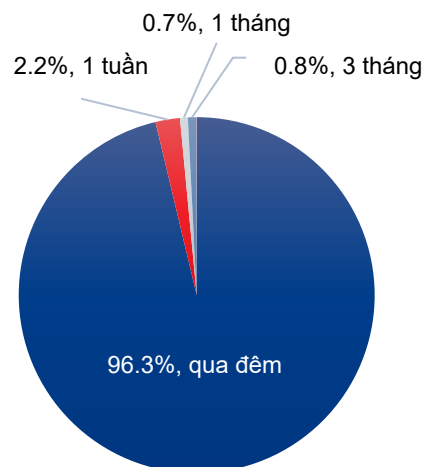
Trong tháng 7, thanh khoản LNH tăng 63% so với cùng kỳ và tăng 5% so với tháng trước...



Nguồn: CEIC, HSC

Biểu đồ 21: Thanh khoản LNH theo kỳ hạn (%)

...trong đó các giao dịch qua đêm vẫn chiếm tỷ trọng lớn, đóng góp 96% tổng khối lượng giao dịch



Nguồn: CEIC, HSC

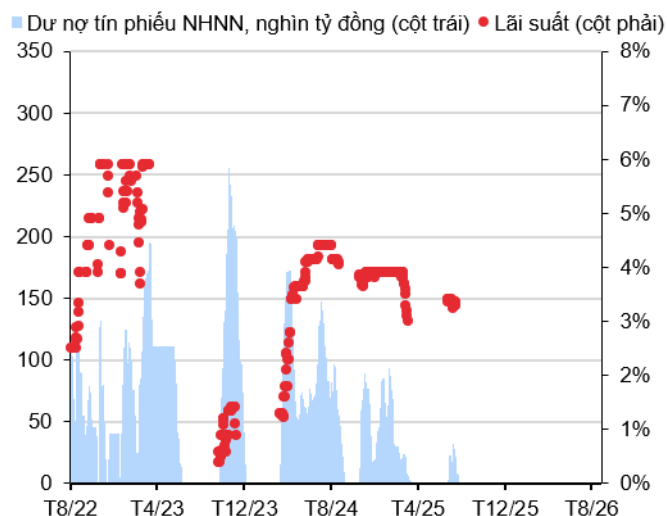
Lập trường chính sách thay đổi nhẹ trong tháng 8 khi NHNN quay lại bơm ròng thanh khoản qua kênh OMO. Trong 19 ngày đầu tháng, lãi suất cho vay qua đêm tương đối ổn định quanh mức 4-6% và giảm 170 điểm cơ bản so với cuối tháng 7 xuống 4,02% tính đến ngày 19/8/2026. Diễn biến lãi suất giữa các kỳ hạn vẫn trái chiều: lãi suất kỳ hạn 1 tuần giảm 35 điểm cơ bản xuống 4,48%, trong khi kỳ hạn 1 tháng tăng 4 điểm cơ bản lên 6,97% và kỳ hạn 3 tháng tăng 58 điểm cơ bản lên 7,89%.

Từ đó, NHNN đã bơm 136,5 nghìn tỷ đồng qua các hợp đồng repo đảo ngược trong 20 ngày đầu tháng 8, so với 128,1 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương bơm ròng 8,4 nghìn tỷ đồng kể từ đầu tháng, so với rút ròng trong 2 tháng trước đó. Theo kỳ hạn, các kỳ hạn 7 ngày chiếm tỷ trọng trúng thầu lớn nhất ở mức 39%, tiếp theo là kỳ hạn 91 ngày ở mức 21%. Trong khi đó, kênh tín phiếu NHNN vẫn bị tạm dừng kể từ tháng 7/2025 (Biểu đồ 22-23).

Kể từ đầu năm, NHNN đã bơm 2.012 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO so với 2.240 nghìn tỷ đồng đáo hạn, tương đương rút ròng 228,3 nghìn tỷ đồng. Số dư OMO đã giảm xuống 180,8 nghìn tỷ đồng từ 486 nghìn tỷ đồng vào tháng 2. Theo đó, NHNN vẫn còn dư địa đáng kể để sử dụng kênh OMO như một công cụ hỗ trợ thanh khoản nếu áp lực trên thị trường tiền tệ gia tăng.

Biểu đồ 22: Giá trị dư nợ tín phiếu NHNN (biểu thị mức độ hút tiền của NHNN)

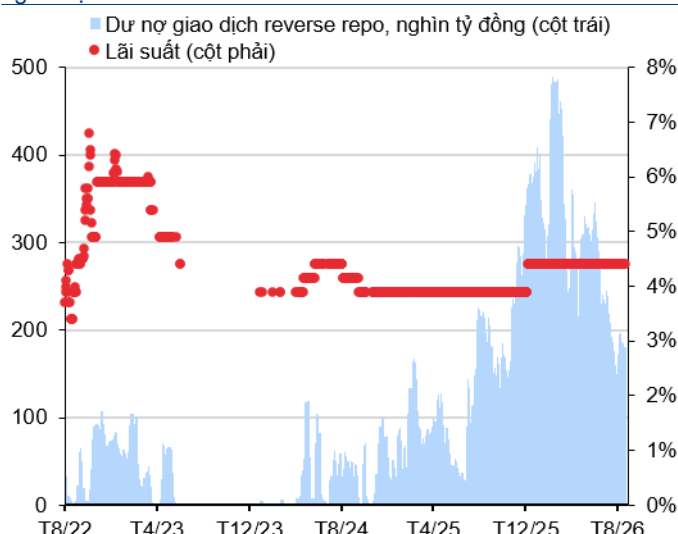
Trong khi kênh tín phiếu NHNN vẫn tạm dừng kể từ tháng 7/2025.....



Nguồn: NHNN, HSC

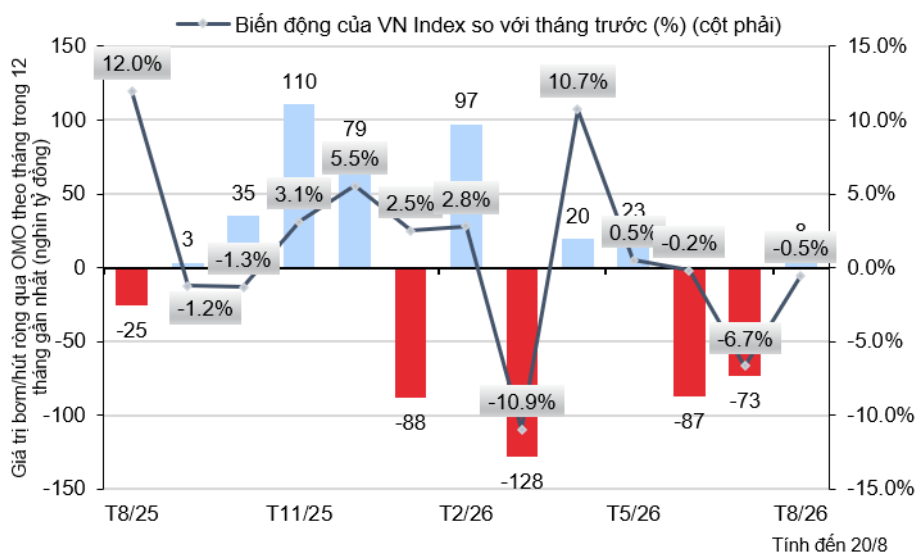
Biểu đồ 23: Giá trị dư nợ giao dịch reverse repo (biểu thị mức độ bơm tiền của NHNN)

... các nghiệp vụ giao dịch repo ngày càng được sử dụng như một công cụ ổn định nhằm điều tiết biến động lãi suất LNH trong ngắn hạn



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/8.
Nguồn: NHNN, HSC

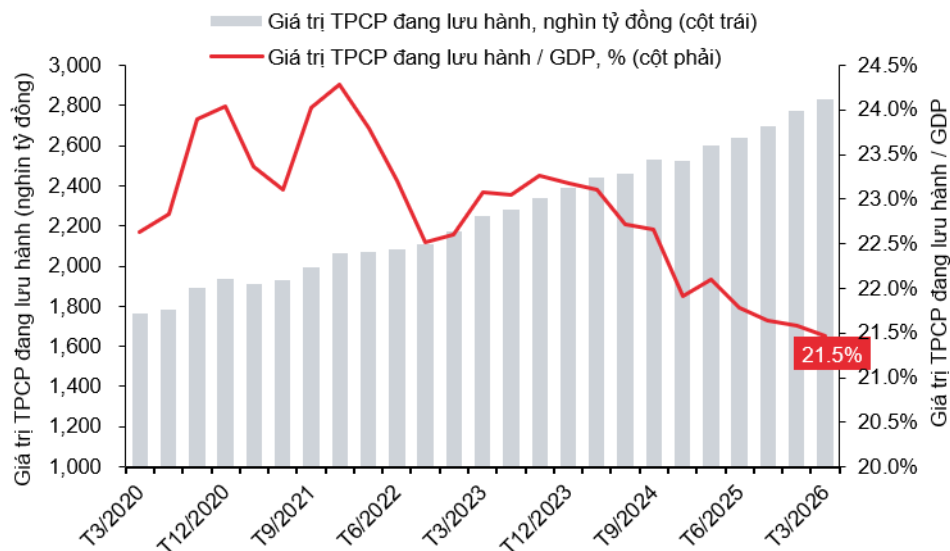
Biểu đồ 24: Giá trị hút/bơm ròng hàng tháng thông qua OMO trong 12 tháng qua
NHNN quay trở lại bơm ròng 8,4 nghìn tỷ đồng trong 20 ngày đầu tháng 8, đảo chiều so với trạng thái hút ròng trong hai tháng trước đó



Ghi chú: Dữ liệu được cập nhật đến ngày 20/8.
Nguồn: NHNN, HSC

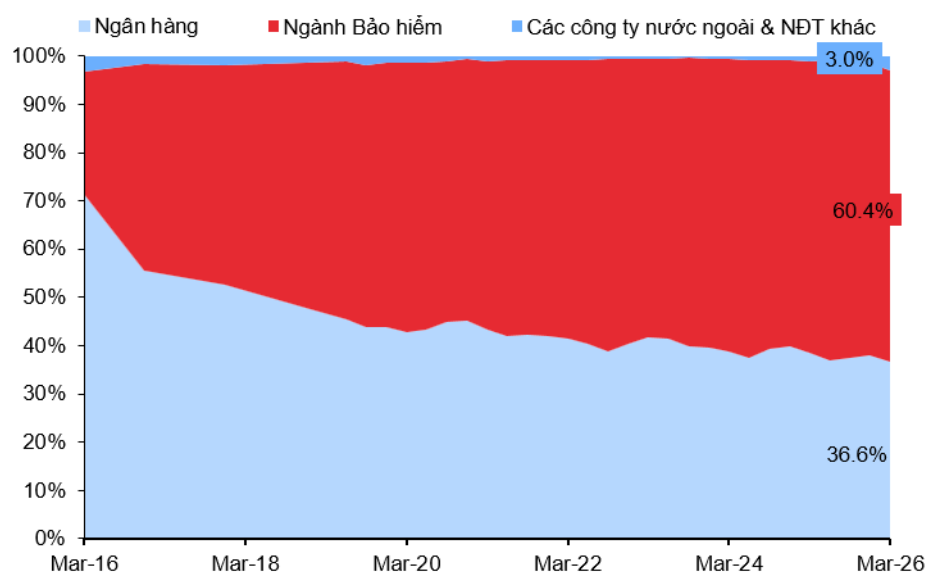
Phụ lục: Các số liệu quan trọng khác

Biểu đồ 25: Quy mô thị trường TPCP



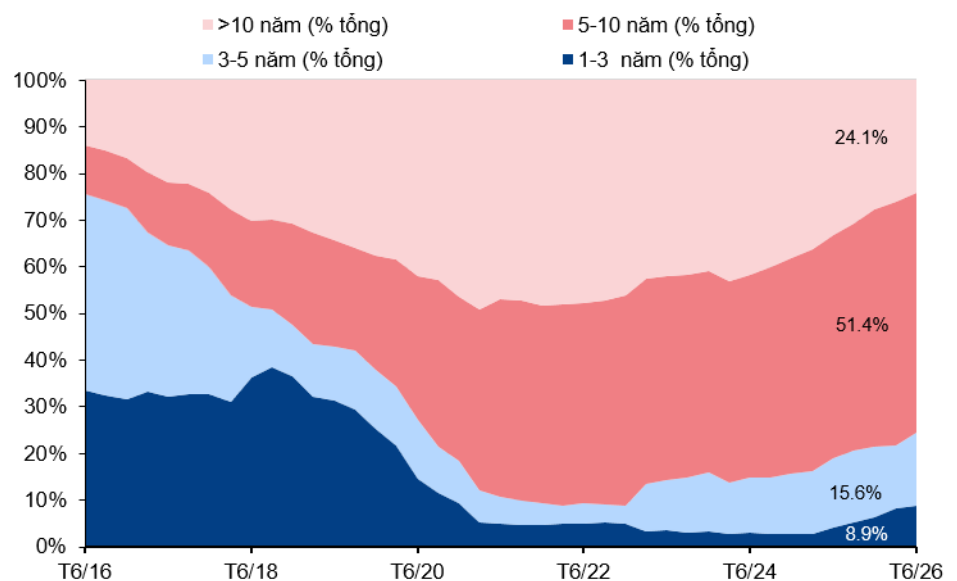
Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

Biểu đồ 26: Giá trị TPCP đang lưu hành theo NĐT



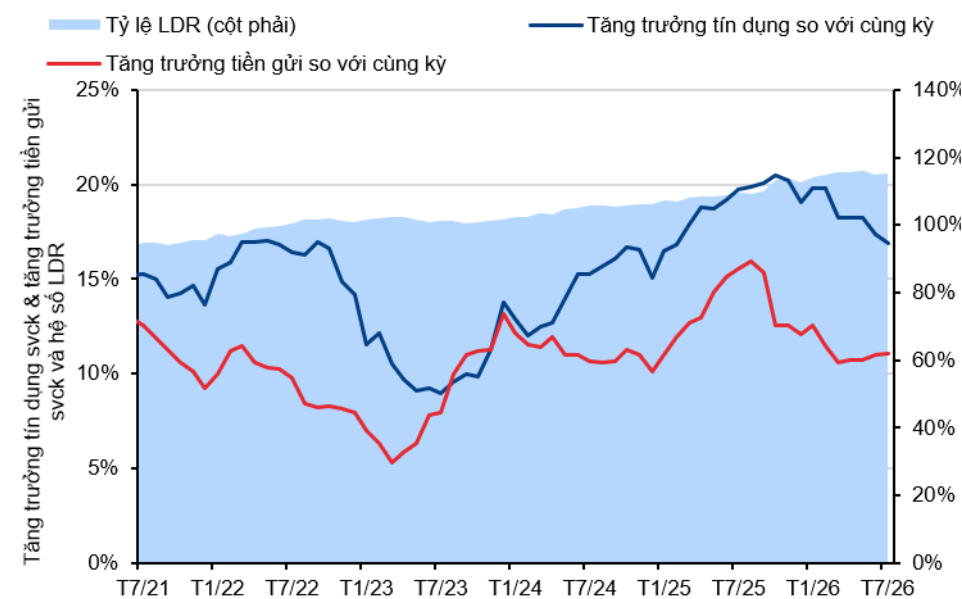
Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

Biểu đồ 27: Giá trị TPCP đang lưu hành theo kỳ hạn



Nguồn: ADB, Bộ Tài chính, HSC

Biểu đồ 28: Tăng trưởng tín dụng & tăng trưởng tiền gửi so với cùng kỳ và hệ số LDR



Nguồn: NHNN, HSC

Bảng 29: Giá trị TPCP phát hành mới trong tháng 7/2026

Ngày phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị chào bán (tỷ đồng)	Giá trị đầu thầu (tỷ đồng)	Giá trị trúng thầu (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
7/1/2026	3	500	590	90	3.55
7/1/2026	5	5,000	3,700	-	-
7/1/2026	10	9,000	5,350	-	-
7/1/2026	15	1,000	100	-	-
7/1/2026	30	500	-	-	-
7/8/2026	3	500	700	100	3.55
7/8/2026	5	4,000	5,200	1,000	4.18
7/8/2026	10	8,000	5,950	1,500	4.35
7/8/2026	15	1,000	100	-	-
7/8/2026	30	500	150	150	4.58
7/15/2026	3	500	500	-	-
7/15/2026	5	4,000	5,300	1,000	4.18
7/15/2026	10	7,000	6,459	1,835	4.35
7/15/2026	15	1,000	275	175	4.50
7/15/2026	30	500	30	30	4.59
7/22/2026	3	500	500	-	-
7/22/2026	5	4,000	7,300	3,000	4.18
7/22/2026	10	7,000	7,974	3,024	4.35
7/22/2026	15	1,000	520	-	-
7/22/2026	30	500	100	100	4.59
7/29/2026	3	500	500	-	-
7/29/2026	5	4,000	6,850	3,550	4.20
7/29/2026	10	7,000	7,500	3,050	4.36
7/29/2026	15	1,000	530	-	-
7/29/2026	30	500	-	-	-

Nguồn: VBMA, HSC

Bảng 30: Dữ liệu kinh tế vĩ mô thực tế & dự báo của HSC

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026F	2027F	2028F
Tỷ giá									
Tỷ giá (VND: USD) (cuối năm)	23,085	22,765	23,555	24,265	25,480	26,300	27,000	27,500	27,800
Tỷ giá (VND: CNY)	3,535	3,579	3,415	3,418	3,491	3,761	4,060	4,167	4,212
GDP và việc làm									
Tốc độ tăng trưởng GDP hàng năm (%)	2.87	2.55	8.54	4.98	7.04	8.02	8.50	8.00	8.00
GDP (tỷ USD)	346	370	411	433	476	514	545	576	621
GDP bình quân đầu người (USD)	3,558	3,757	4,132	4,316	4,702	5,026	5,279	5,537	5,910
Tài khoản vãng lai/GDP (%)	4.35	-2.20	0.34	5.96	6.41	6.38	-0.92	0.35	0.48
Nợ công/GDP (%)	43.5	44.2	37.0	36.5	37.0	36.8	37.3	39.0	40.6
Nợ Chính phủ/GDP (%)	38.3	39.2	34.7	32.9	33.0	33.2	34.1	36.1	37.9
Thâm hụt ngân sách Nhà nước (% GDP)	2.7	2.5	3.0	2.8	2.8	3.6	4.2	5.1	5.2
Tổng dư nợ tín dụng / GDP	114	123	124	131	136	145	148	153	157
FDI giải ngân / FDI (%)	5.8	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4	5.5	5.5	5.6
Tỷ lệ thất nghiệp, cuối năm (%)	2.37	3.56	2.32	2.26	2.22	2.22	2.60	2.50	2.50
Giá cả									
Lạm phát bình quân 12 tháng (% so với cùng kỳ)	3.2	1.8	3.1	3.3	3.6	3.3	4.7	4.2	4.1
CPI, cuối năm (% so với cùng kỳ)	0.2	1.8	4.5	3.6	2.9	3.5	5.1	4.5	4.3
Tiền tệ và lãi suất									
Lãi suất điều hành (%)	4.00	4.00	6.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng (%)	0.2	0.7	4.4	0.5	4.0	1.8	4.0	4.0	4.0
Tăng trưởng tín dụng (y/y %)	12.2	13.6	14.2	13.8	15.1	19.0	14.0	13.5	13.0
Cung tiền M2 (nghìn tỷ đồng)	12,111	13,402	14,227	15,999	17,915	19,444	21,972	24,719	27,685
Cung tiền M2 (% so với cùng kỳ)	14.5	10.7	6.2	12.5	12.0	8.5	13.0	12.5	12.0
Dự trữ ngoại hối (tỷ USD)	95	107	85	90	81	83	90	95	100
Lãi suất tiền gửi 12 tháng (%)	5.6	5.5	7.4	4.8	4.6	5.2	5.9	6.0	6.0
Trần lãi suất huy động (< 6 tháng, %)	4.0	4.0	6.0	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm (%)	1.2	1.0	4.6	1.9	2.4	3.3	4.2	4.3	4.4
Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (%)	2.0	2.9	4.8	2.2	2.8	3.8	4.4	4.5	4.6
Thương mại và kinh tế đối ngoại									
Cán cân thương mại (tỷ USD)	19.9	3.3	12.1	28.4	24.9	20.0	2.2	5.2	7.1
Tài khoản vãng lai (tỷ USD)	15.1	-8.1	1.4	25.8	30.5	32.8	-5.0	2.0	3.0
Kim ngạch nhập khẩu (tỷ USD)	263	333	360	326	381	455	556	612	699
Kim ngạch nhập khẩu (% so với cùng kỳ)	3.7	26.7	8.0	-9.2	16.7	19.4	22.2	10.0	14.3
Kim ngạch xuất khẩu (tỷ USD)	283	336	372	355	406	475	558	617	706
Kim ngạch xuất khẩu (% so với cùng kỳ)	6.9	18.9	10.6	-4.6	14.4	17.0	17.5	10.5	14.5
Nợ nước ngoài (tỷ USD)	129	140	149	142	155	169	179	189	205
Nợ nước ngoài/GDP (%)	37.3	37.7	36.2	32.7	32.6	32.8	32.8	32.8	33.0
Vốn FDI giải ngân (tỷ USD)	20.0	19.7	22.4	23.2	25.4	27.6	30.0	31.9	34.5
Vốn FDI cam kết (tỷ USD)	28.5	31.2	27.7	39.4	38.2	38.4	40.8	45.0	48.0
Kinh doanh & Tiêu dùng									
PMI ngành sản xuất (cuối năm)	51.7	52.5	46.4	48.9	49.8	53.8	50.0	51.0	51.0
Chỉ số sản xuất công nghiệp (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	9.5	8.7	0.2	5.8	8.8	10.1	10.5	8.0	9.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo (% so với cùng kỳ) (cuối năm)	13.1	10.9	0.6	7.6	10.2	10.9	11.0	9.0	10.0
Chỉ số sản xuất ngành chế biến, chế tạo hàng năm (%)	4.9	6.0	8.0	3.6	9.8	10.5	11.0	9.5	10.0
Doanh số bán lẻ danh nghĩa hàng năm (%)	-0.9	-9.1	19.8	9.4	9.0	9.2	12.0	13.0	13.0

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.

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

 Nguồn: Bloomberg, GSO, IMF, MoF, WB, HSC

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP.HCM
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