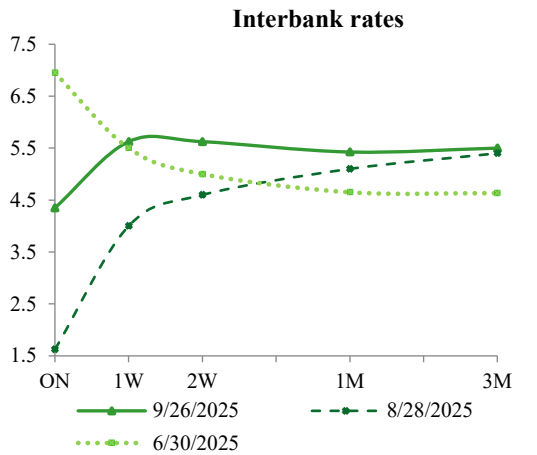
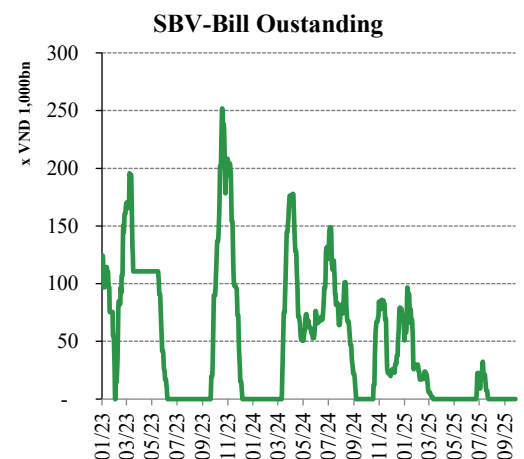
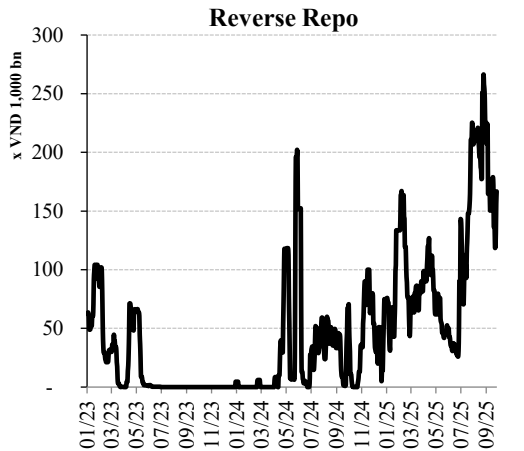


Cập nhật thông tin thị trường

Lãi suất liên ngân hàng – Tín dụng



Thị trường mở



Chuyên gia Vĩ mô Cao cấp

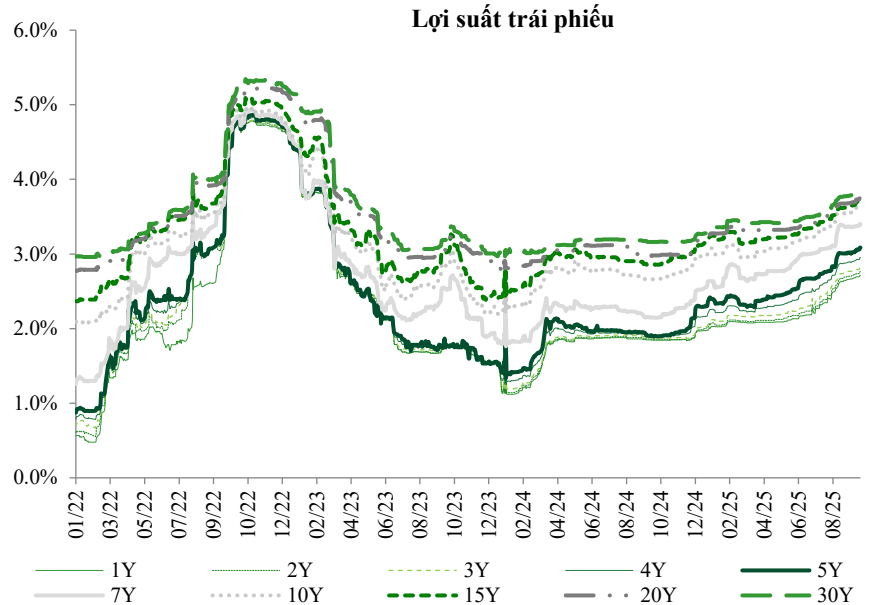
Nguyễn Hoàng Tuấn Minh

nhtminh@vcbs.com.vn

056 9999 688 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

BIẾN ĐỘNG LỢI SUẤT THEO KỲ HẠN:



Nguồn: VBMA, VCBS tổng hợp

ĐIỂM TIN THỊ TRƯỜNG:

- Lãi suất liên ngân hàng cho thấy sự phân hóa trong quý. Trong đó, kỳ hạn dưới 2W ghi nhận mức tăng mạnh hơn các kỳ hạn còn lại. Cuối quý, lãi suất các kỳ hạn ON-3M được ghi nhận lần lượt 4.35%, 5.625%, 5.625%, 5.425% và 5.5%
- Trong quý 3, đường cong lợi suất dịch chuyển lên trên.
- NHNN hút ròng 41,013 tỷ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở

NHÂN ĐỊNH CỦA VCBS:

- Cục Dự trữ liên bang (Fed) đã quyết định hạ lãi suất về 4-4,25%, tương ứng mức cắt giảm 25 điểm tại cuộc họp FOMC tháng 9. Tính đến thời điểm hiện tại, thị trường đang nghiêng về kịch bản FOMC sẽ tiến hành cắt giảm 25 điểm lãi suất về mức 3,75-4% tại kỳ họp tháng 10. **Theo đó, đà tăng của tỷ giá tại thị trường trong nước được chúng tôi dự báo sẽ chậm lại đà tăng, xu hướng tăng nhanh và mạnh như đã diễn ra tại các Quý trước đó sẽ khó có thể diễn ra.**
- Chúng tôi dự báo thanh khoản sẽ thu hẹp hơn so với giai đoạn trước, áp lực sẽ diễn ra trong những tháng cuối quý khi lãi suất có thể duy trì ở mức trên 4.5% ở các kỳ hạn khi chịu ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ.
- VCBS dự báo lợi suất sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trong Quý IV

BỐI CẢNH VĨ MÔ

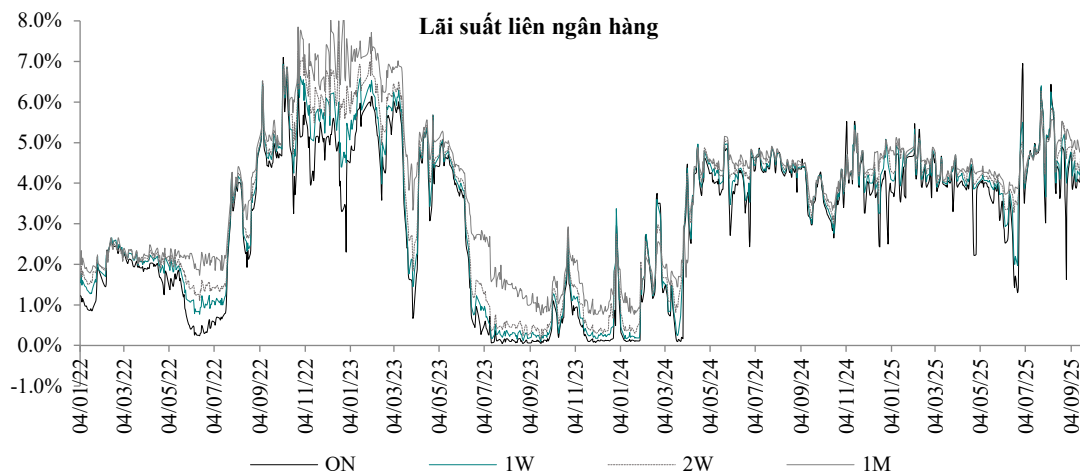
Tình hình kinh tế vĩ mô:

Lãi suất ổn định tạo động lực cho tăng trưởng kinh tế bám sát mục tiêu của Chính phủ đề ra

- Tổng sản phẩm trong nước (GDP) quý III/2025 ước tính tăng 8,23% so với cùng kỳ năm trước, chỉ thấp hơn mức tăng 14,28% ghi nhận trong quý III/2022 trong giai đoạn 2011-2025. Trong đó, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3,74%, đóng góp 5,04% vào mức tăng tổng giá trị tăng thêm của toàn nền kinh tế; khu vực công nghiệp và xây dựng tăng 9,46%, đóng góp 46,41%; khu vực dịch vụ tăng 8,56%, đóng góp 48,55%. Ngoài ra, mặc dù chịu ảnh hưởng bất lợi từ bão và mưa lũ, khu vực nông, lâm nghiệp và thủy sản vẫn duy trì tăng trưởng ổn định trong tháng chín tháng đầu năm 2025. Đáng chú ý, nhu cầu tiêu dùng và du lịch tăng cao, đặc biệt trong các dịp lễ lớn, đã góp phần giúp khu vực dịch vụ tăng mạnh 8,49% trong chín tháng năm 2025.
- Trong quý III/2025, kim ngạch xuất khẩu sơ bộ đạt 128,57 tỷ USD, tăng 18,4 % so với cùng kỳ năm trước và tăng 9,6% so với quý II/2025. Tính chung chín tháng năm 2025, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa sơ bộ đạt 348,74 tỷ USD, tăng 16,0% so với cùng kỳ năm trước. Cán cân thương mại hàng hóa tiếp tục duy trì xuất siêu 16,8 tỷ USD (cùng kỳ năm trước xuất siêu 21,15 tỷ USD), cho thấy diễn biến tích cực tại hoạt động xuất nhập khẩu.
- Hoạt động dịch vụ quý 3 ghi nhận tín hiệu phục hồi tích cực, trong quý III/2025, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 1.759,1 nghìn tỷ đồng, tăng 2,6% so với quý trước và tăng 10,1% so với cùng kỳ năm trước.
- Chỉ số giá tiêu dùng (CPI) tháng Chín tăng 0,42% so với tháng trước; tăng 2,61% so với tháng 12/2024; tăng 3,38% so với cùng kỳ năm trước. CPI bình quân quý III/2025 tăng 3,27% so với quý III/2024. Bình quân chín tháng năm 2025, CPI tăng 3,27% so với cùng kỳ năm trước; lạm phát cơ bản tăng 3,19%. Như vậy có thể thấy lạm phát ghi nhận mức tăng đáng kể khi giá lương thực, dịch vụ ăn uống tăng là yếu tố tác động lớn nhất vào CPI tháng 9, ngoài ra các yếu tố tác động ít hơn có thể kể đến Dịch vụ giáo dục tại các trường ngoài công lập tăng mạnh do điều chỉnh học phí năm học mới (2025-2026), tuy nhiên nhìn chung, lạm phát vẫn hoàn toàn nằm trong mục tiêu của Chính phủ.
- Ngày 17/9, Cục Dự trữ liên bang (Fed) đã quyết định hạ lãi suất về 4-4,25%, tương ứng mức cắt giảm 25 điểm. Quyết định đặt trong bối cảnh thị trường lao động việc chậm lại, thất nghiệp tăng nhẹ nhưng vẫn thấp (4,3%), và lạm phát tăng lên nhưng vẫn ở mức cao hơn mong muốn (PCE headline 2,7%, core 2,9%). Bên cạnh đó FOMC cũng hàm ý rằng có thể cắt giảm thêm (khoảng 2 lần) đến cuối năm 2025, tùy thuộc dữ liệu mới về việc làm, lạm phát và rủi ro. Chính sách không theo lộ trình cố định, mà linh hoạt dựa trên dữ liệu. Tính đến thời điểm hiện tại, thị trường đang nghiêng về kịch bản FOMC sẽ tiến hành cắt giảm 25 điểm lãi suất về mức 3,75-4% tại kỳ họp tháng 10. **Theo đó, đà tăng của tỷ giá tại thị trường trong nước được chúng tôi dự báo sẽ chậm lại đà tăng, xu hướng tăng nhanh và mạnh như đã diễn ra tại các Quý trước đó sẽ khó có thể diễn ra.**
- Lãi suất huy động tiếp tục duy trì ổn định trong quý. So với đầu năm, lãi suất huy động giảm nhẹ 2-8 bps, phản ánh tác động từ các chính sách điều hành linh hoạt của NHNN trên thị trường mở nhằm cân đối cung – cầu vốn. **Theo đó, VCBS đánh giá lãi suất huy động có thể nhích tăng nhẹ tại một số NHTMCP vào cuối năm nhằm đáp ứng nhu cầu tín dụng gia tăng và đảm bảo an toàn hệ thống, song mặt bằng lãi suất chung vẫn duy trì ở mức thấp để hỗ trợ tăng trưởng theo định hướng của Chính Phủ. Trong khi đó, lãi suất cho vay được kì vọng ổn định, tiếp tục hỗ trợ doanh nghiệp sản xuất – kinh doanh và các lĩnh vực ưu tiên.**

THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ - LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG
Lãi suất liên ngân hàng cho thấy sự phân hóa trong quý

Lãi suất liên ngân hàng cho thấy sự phân hóa trong quý. Trong đó, kỳ hạn dưới 2W ghi nhận mức tăng mạnh hơn các kỳ hạn còn lại. Cuối quý, lãi suất các kỳ hạn ON-3M được ghi nhận lần lượt 4.35%, 5.625%, 5.625%, 5.425% và 5.5%



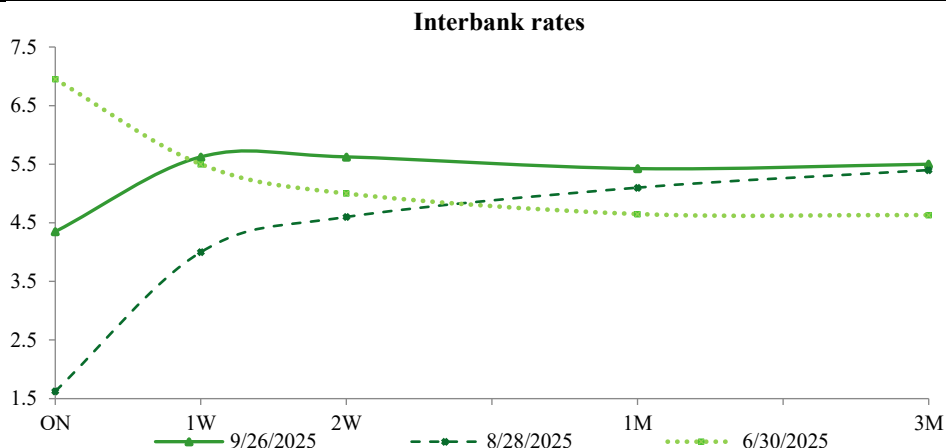
Nguồn: Bloomberg, CEIC, VCBS

Tính đến hết thời điểm Quý III, mặt bằng tỷ tiếp tục xu hướng tăng. Trong đó, tỷ giá trung tâm ghi nhận mức tăng 135 điểm, từ vùng 25.052 VND/USD lên 25.187 VND/USD. Tại các NHTMCP (VCB), tỷ giá cũng ghi nhận mức tăng đáng kể, bán ra ở ngưỡng 26.446 VND/USD, tương ứng với mức tăng 176 điểm so với cuối tháng 6. Trên thị trường tự do, tỷ giá bật tăng mạnh hơn trong bối cảnh diễn biến giá vàng trong nước vượt đỉnh, tính đến phiên cuối cùng của quý III, USD được bán ra ở mức 26.600 VND/USD, tương ứng với mức tăng 170 điểm so với cuối quý II.

VCBS cho rằng đà tăng của tỷ giá USD tại thị trường trong nước sẽ chứng lại trong Quý IV sau khi đã thiết lập một mặt bằng giá cao mới trong năm 2025 dựa trên yếu tố sau:

1. Giá vàng thế giới chạm ngưỡng 4,000 USD/Once và xu hướng tăng trong tương lai vẫn tiếp diễn, điều này khiến cho xu hướng nhập lậu vàng trong nước tăng cao, làm gia tăng nhu cầu USD trong nước.
2. Nhu cầu USD tại các Tổ chức tín dụng vẫn lớn nhằm đáp ứng nhu cầu nhập khẩu của các doanh nghiệp ở thời điểm cuối năm lớn
3. Mặc dù vậy, NHNN tiếp tục bán khoảng 1,4 tỷ USD kỳ hạn 180 ngày cho các tổ chức tín dụng có trạng thái ngoại tệ âm với giá 26.550 VND/USD. Động thái của NHNN cũng được kỳ vọng sẽ đẩy cầu USD trong hệ thống ngân hàng về cuối năm 2025 và đầu 2026 - giai đoạn nguồn cung ngoại tệ sẽ được tăng cường từ kiều hối và việc Cục dự trữ liên bang Mỹ (Fed) khả năng tiếp tục giảm lãi suất.
4. Kiều hối: Quý IV thường là giai đoạn dòng kiều hối chuyển về Việt Nam để chuẩn bị cho dịp Tết Nguyên Đán, tạo ra một nguồn cung USD dồi dào trên thị trường.
5. Dòng vốn FDI và FII: Việc giải ngân vốn Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) và sự quay trở lại của dòng vốn đầu tư gián tiếp (FII) sẽ làm tăng nguồn cung ngoại tệ.

Chúng tôi dự báo thanh khoản sẽ thu hẹp hơn so với giai đoạn trước, áp lực sẽ diễn ra trong những tháng cuối quý khi lãi suất có thể duy trì ở mức trên 4.5% ở các kỳ hạn khi chịu ảnh hưởng bởi yếu tố mùa vụ.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp.

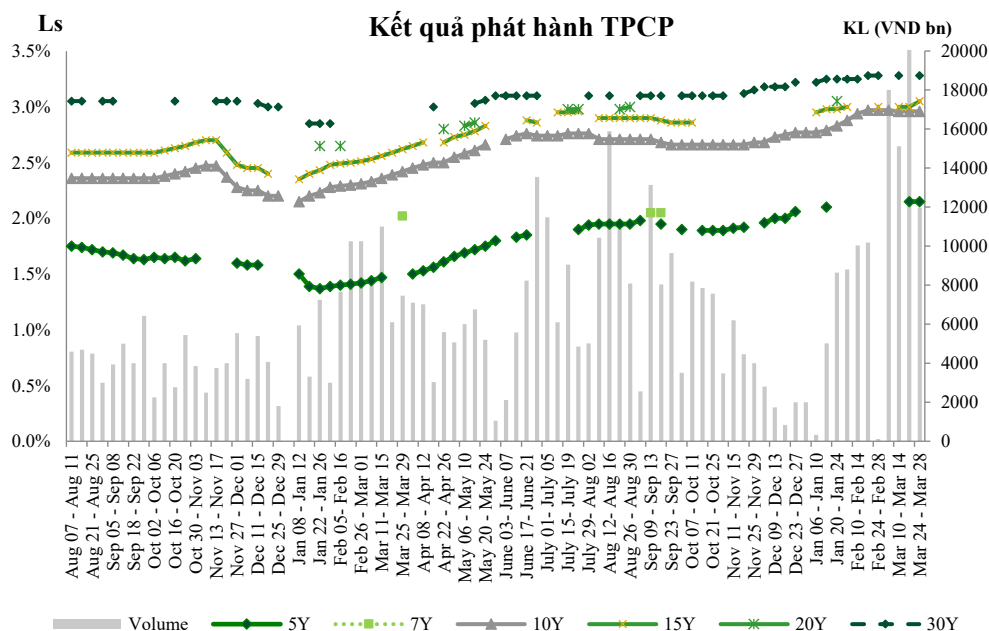
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

Thị trường trái phiếu sơ cấp

54,299 tỷ VND (+374% qoq, +63% yoy) trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp trong quý.

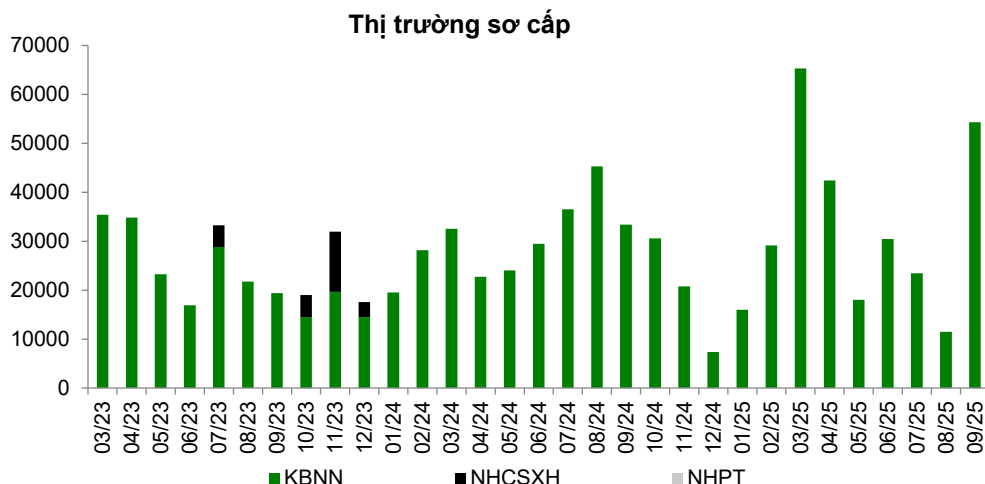
Khối lượng bật tăng mạnh và lợi suất bật tăng mạnh mẽ, trong đó kỳ hạn 5Y và 10Y ghi nhận mức tăng mạnh nhất

Kho bạc Nhà nước (KBNN) huy động 54,299 tỷ VND (+374% qoq, +63% yoy). KBNN huy động 1,900 tỷ đồng; 47,336 tỷ đồng; 4,004 tỷ đồng; 1,058 tỷ đồng trái phiếu tại các kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm. Cuối quý, lợi suất trúng thầu các kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm đạt 3,03% (+44 bps QoQ); 3,59% (+41 bps QoQ); 3,45% (+18 bps QoQ); 3,64% (+24 bps QoQ).



Nguồn: HNX, VCBS

Ngân hàng Chính sách Xã hội (NHCSXH) và Ngân hàng Phát triển (NHPT) không gọi thầu trong tháng.



Nguồn: HNX, VCBS

Cập nhật kế hoạch phát hành của KBNN:

Trong quý 3, KBNN đã huy động thành công 54,299 tỷ VNĐ, tương ứng 45% kế hoạch quý 3, và tính đến cuối quý 3 đạt 51.14% kế hoạch cả năm. Khối lượng phát hành vẫn tập trung chủ yếu tại kỳ hạn 10Y khi đây là kỳ hạn thanh khoản cao, và phù hợp nhu cầu thị trường. Trong các quý tiếp theo, khối lượng phát hành có thể được đẩy mạnh hơn nhằm đáp ứng nhu cầu huy động vốn, hỗ trợ phát triển.

Kỳ hạn	Kế hoạch 2025	Kế hoạch Q3	Phát hành Q3	% KH phát hành Q3.2025	Phát hành 9T.2025	% KH phát hành 2025
3Y	40,000	-	0	0%	0	0.00%
5Y	100,000	30,000	1,900	6%	25,900	25.90%
7Y	10,000	2,000	0	0%	0	0.00%
10Y	230,000	50,000	47,336	95%	215,147	93.54%
15Y	85,000	30,000	4,005	13%	11,150	13.12%
20Y	10,000	3,000	0	0%	500	5.00%
30Y	25,000	5,000	1,058.60	21%	2,993	11.97%
Tổng	500,000	120,000	54,299	45%	255,689	51.14%

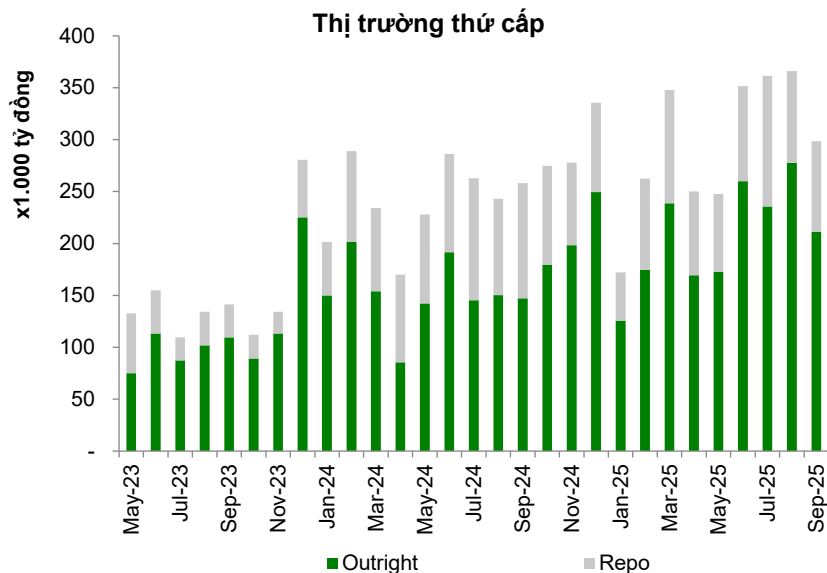
Nguồn: HNX, VCBS tổng hợp

Thị trường thứ cấp

Thanh khoản trung bình phiên tăng đi kèm với xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu.

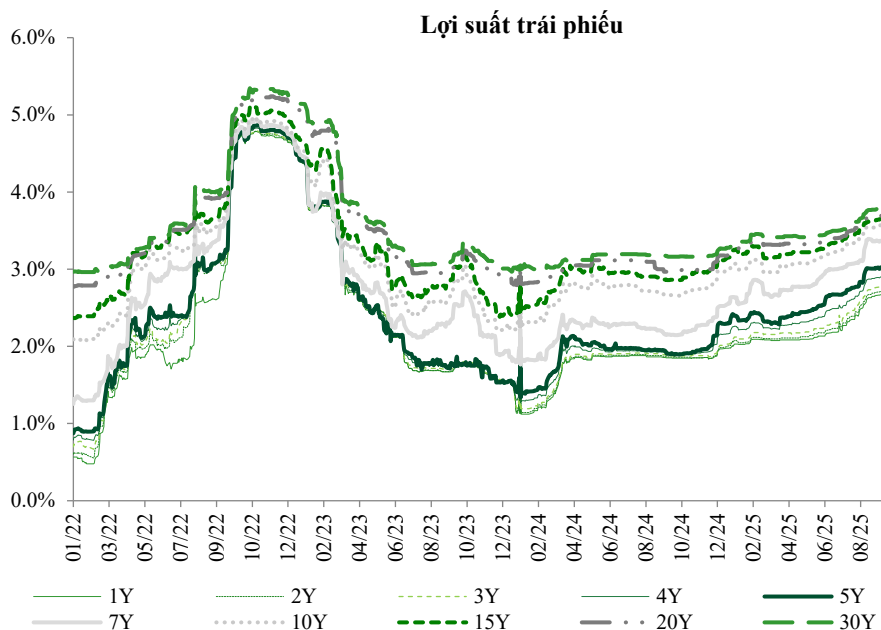
1,026,077 tỷ đồng (+21% QoQ, +34% YoY) được giao dịch trên thị trường thứ cấp trong quý.

Trong quý 3, 1,026,077 tỷ đồng (+21% QoQ, +34% YoY) được giao dịch trên thị trường thứ cấp với giảm tương đối so với quý trước đó, tuy nhiên ghi nhận sự phục hồi so với cùng kỳ. Khối lượng giao dịch outright và repo lần lượt đạt 724,624 tỷ đồng (+20% QoQ, +64% YoY) và 301,453 tỷ đồng (+22% QoQ, -6% YoY).



Nguồn: HNX, VBA, VCBS

Theo thống kê của VBMA, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 4 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm và 30 năm lần lượt kết thúc quý ở 2.631% (+29.1 bps QoQ), 2.673% (+29 bps QoQ), 2.735% (+28.1 bps QoQ), 2.873% (+27.4 bps QoQ), 3.01% (+26.7 bps QoQ), 3.392% (+32.6 bps QoQ), 3.55% (+22.7 bps QoQ), 3.615% (+18.4 bps QoQ), 3.677% (+18.3 bps QoQ), 3.765% (+19.8 bps QoQ). **Như vậy, trong quý 3, đường cong lợi suất dịch chuyển lên trên**, chủ yếu xuất phát từ lãi suất liên ngân hàng bất tăng và thị trường kỳ vọng mặt bằng lãi suất sẽ được duy trì ở này và khó thể giảm trong trung hạn.

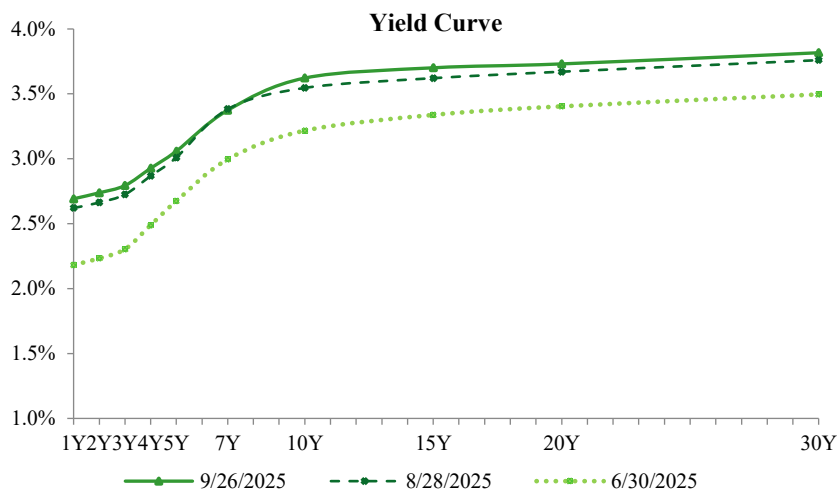


Nguồn: VBMA, VCBS

VCBS dự báo lợi suất sẽ tiếp tục duy trì đà tăng trong Quý IV với các yếu tố sau:

- (1) KBNN tiếp tục chịu áp lực phát hành lượng Trái phiếu lớn trong Quý IV khi tính đến cuối Quý III, tỷ lệ phát hành của năm 2025 chỉ đạt ở mức 51%. Do đó, lợi suất có dự địa tăng lớn nhằm thu nhà đầu tư

- (2) Tỷ giá được chúng tôi dự báo sẽ chứng lại đà tăng, tuy nhiên sẽ tiếp tục neo ở ngưỡng cao và khó có thể giảm trong Quý IV tới trong bối cảnh giá vàng neo ở ngưỡng cao, tâm lý nắm giữ USD ở các nhà đầu tư vẫn rất lớn.
- (3) Thanh khoản liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ duy trì ở ngưỡng kém dồi dào trong quý, áp lực sẽ diễn ra trong những tháng cuối quý, và lãi suất có thể duy trì ở mức trên 4.5% ở các kỳ hạn.

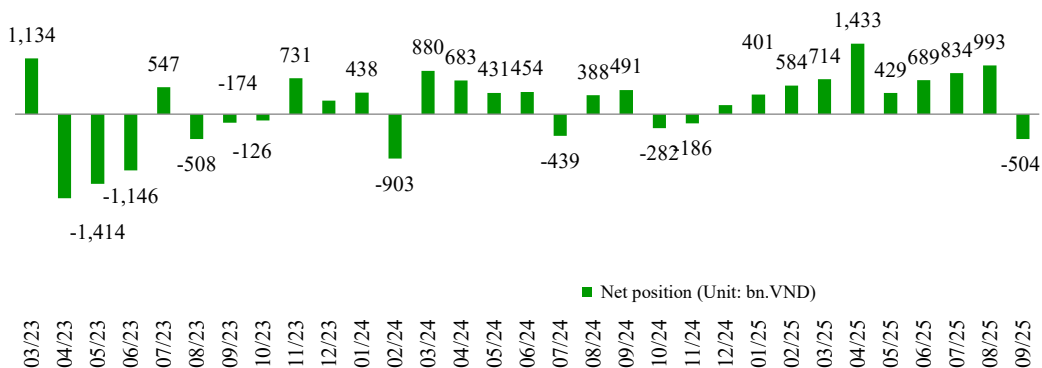


Nguồn: VBMA, VCBS

**Khối ngoại mua ròng
1,323 tỷ đồng trong quý**

Khối ngoại mua ròng 1,323 tỷ đồng trong quý, mua ròng tập trung ở các kỳ hạn trung bình (10 – 25 năm).

Giao dịch của Nhà đầu tư ngoại trên thị trường thứ cấp



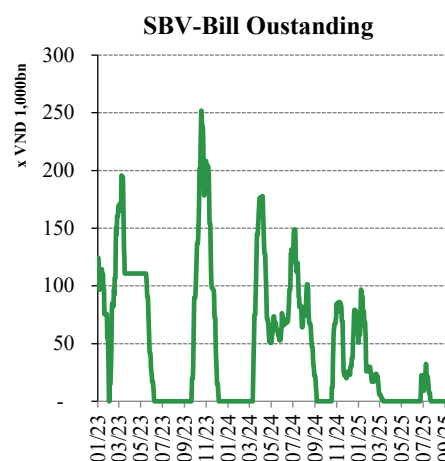
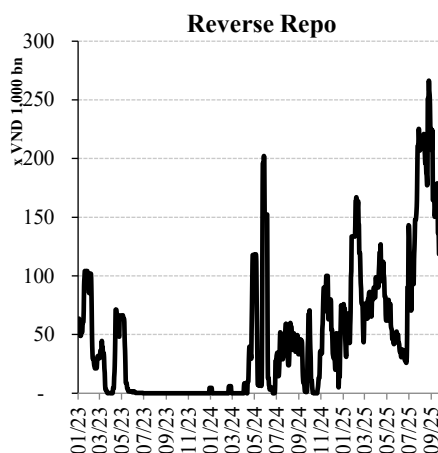
Nguồn: HNX, Bloomberg

NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỞ

NHNN hút ròng 41,013 tỷ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở

NHNN hút ròng 41,013 tỷ đồng thông qua nghiệp vụ thị trường mở. Tại thời điểm đầu Quý 3, khối lượng tín phiếu sụt giảm mạnh và đến thời điểm giữa tháng 7 được NHNN chính thức ngừng gọi thầu. Ở chiều ngược lại, khối lượng Mua kỳ hạn bật tăng mạnh tại Quý 3 và gọi thầu thành công ở kỳ hạn 7 ngày, 14 ngày, 28 ngày và 91 ngày với mức lãi suất được giữ nguyên ở mức 4%.

Trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ sử dụng linh hoạt công cụ thị trường mở nhằm đáp ứng thanh khoản ngắn hạn cho thời điểm chuẩn bị nguồn lực cuối năm, và vẫn sẽ mang tính định hướng, truyền tải thông điệp điều hành chính sách tiền tệ. **Động thái điều hành của NHNN trên thị trường mở nhằm duy trì thanh khoản trong hệ thống ngân hàng dồi dào, cũng như ưu tiên duy trì mặt bằng lãi suất thấp** trong dài hạn để phù hợp với mục tiêu của Chính phủ



Nguồn: SBV, VCBS tổng hợp

Thị trường sơ cấp

Tháng								VDB	VBSP	Khác	
	KLPH	5 Năm	7 Năm	10 Năm	15 Năm	20 Năm	30 Năm	KLPH	KLPH	KLPH	KLPH
10/24	30.575	1.90	N/A	2.66	2.86	N/A	3.10	0	30.575	0	30.575
11/24	20.760	1.92	N/A	2.68	N/A	N/A	3.15	0	20.760	0	20.760
12/24	7.369	2.06	N/A	2.77	N/A	N/A	3.22	0	7.369	0	7.369
01/25	15.982	2.1	N/A	2.83	2.98	3.05	3.25	0	15.982	0	15.982
02/25	29.129	N/A	N/A	2.97	3	N/A	3.28	0	29.129	0	29.129
03/25	65.329	2.15	N/A	2.97	3.05	N/A	3.28	0	65.329	0	65.329
04/25	42.427	2.31	N/A	3.05	3.1	N/A	3.28	0	42.427	0	42.427
05/25	18.049	2.41	N/A	3.08	3.2	N/A	3.3	0	18.049	0	18.049
06/25	30.473	2.59	N/A	3.18	3.27	N/A	3.4	0	30.473	0	30.473
07/25	25.859	2.75	N/A	3.29	3.4	N/A	3.45	0	25.859	0	25.859
08/25	11.464	2.8	N/A	3.45	3.45	N/A	3.47	0	11.464	0	11.464
09/25	16.975	3.03	N/A	3.59	N/A	N/A	3.64	0	16.975	0	16.975

Thị trường Thứ cấp

Tháng	Trái phiếu		Tín phiếu kho bạc		Tổng
	Outright	Repo	Outright	Repo	
10/24	179.412	95.416	-	-	274.828
11/24	198.285	79.572	-	-	277.857
12/24	249.399	86.174	-	-	335.573
01/25	125.517	46.656	-	-	172.173
02/25	174.614	87.736	-	-	262.350
03/25	238.880	108.900	-	-	347.780
04/25	169.374	80.880	-	-	250.254
05/25	172.769	75.055	-	-	247.824
06/25	235.718	125.619	-	-	247.824
07/25	235.718	125.619	-	-	361.337
08/25	277.547	85.953	-	-	363.500
09/25	211.359	87.274	-	-	298.633

Thị trường mở

Month	Reverse Repo				Outright			
	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế
08/24	190,300	191,641	1,341	38,448	165,099	105,549	(59,550)	46,800
10/24	84,641	49,983	(34,659)	36,000	-	84,500	84,500	72,150
11/24	296,999	314,999	18,000	54,000	85,800	21,380	(64,420)	20,080
01/25	179,549	233,580	54,031	133,580	188,923	162,300	(26,623)	29,850
02/25	357,386	292,474	(64,912)	77,788	86,048	62,198	(23,850)	23,699
03/25	228,590	253,468	24,878	81,648	7,999	178,098	170,099	-
04/25	287,318	373,556	86,237	67,014	176,598	51,350	(125,248)	-
05/25	261,231	279,521	18,290	46,227	57,550	83,040	25,490	-
06/25	205,337	174,300	(31,037)	143,223	76,340	144,090	67,750	22,500
07/25	528,620	596,570	67,950	213,350	-	-	-	-
08/25	584,732	604,700	19,967	187,315	-	-	-	-
09/25	378,168	341,083	(37,085)	156,445	-	-	-	-

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Nguyễn Hoàng Tuấn Minh

Chuyên gia Kinh tế Cao cấp

nhtminh@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Kinh tế Trưởng

dklinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>