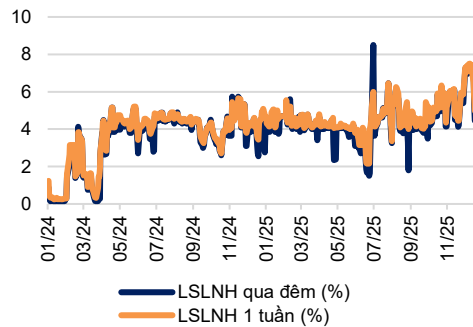


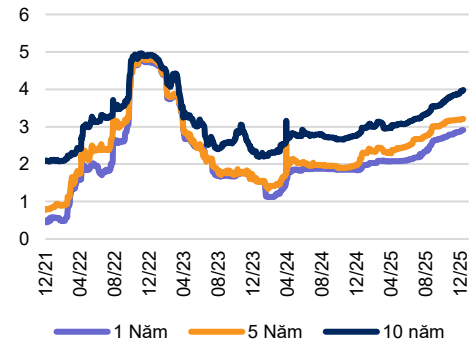
Báo cáo Trái phiếu – Tiền tệ

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



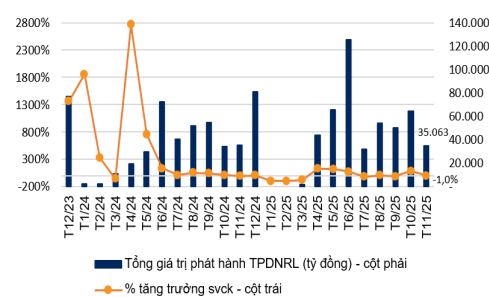
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Lượng TPDN phát riêng lẻ hàng tháng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Lãi suất thị trường tăng trước áp lực thanh khoản

Nhu cầu tín dụng và thanh toán tăng mạnh vào cuối năm đã đẩy lãi suất liên ngân hàng (LSLNH) vượt mốc 7% trong những tuần đầu tháng 12. Các ngân hàng thương mại (NHTM) tư nhân cũng buộc phải nâng lãi suất huy động (LSHD) để bù đắp thanh khoản. Trong bối cảnh đó, Ngân hàng Nhà nước (NHNN) đã phối hợp sử dụng nhiều công cụ điều tiết thị trường để hạ nhiệt lãi suất. Những động thái này một lần nữa khẳng định quan điểm nói lỏng chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Thanh khoản hệ thống dự kiến vẫn chịu áp lực nhất định ít nhất đến tháng 1/2026 khi nhu cầu thanh toán tăng cao trước mùa lễ, Tết. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nguồn vốn từ ngân sách giải ngân cho các dự án đầu tư công sẽ được bơm ra, qua đó phần nào giảm bớt áp lực so với giai đoạn vừa qua.

Điểm nhấn vĩ mô

- Hoạt động sản xuất duy trì đà cải thiện dù có điều chỉnh nhẹ.** Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam tháng 11 đạt 53,8 điểm (giảm nhẹ từ 54,5 điểm của tháng 10). Tăng trưởng xuất khẩu giảm tốc, nhưng số lượng đơn hàng xuất khẩu trong tháng 11 tăng mạnh nhất trong 15 tháng, cho thấy tình hình xuất khẩu có thể khả quan hơn trong tháng tới.
- Tiêu dùng giảm tốc do bị ảnh hưởng bởi tình trạng lũ lụt nghiêm trọng,** với tổng mức bán lẻ hàng hóa T11/25 tăng 6,1% svck, thấp nhất trong 11 tháng.
- CPI tháng 11 tăng 0,45% so với tháng trước và tăng 3,28% svck do giá thực phẩm tăng tại các khu bị ảnh hưởng mưa bão, lạm phát bình quân lên 3,3%.

Thị trường tiền tệ

- Thanh khoản hệ thống căng thẳng vào cuối năm nhưng đã được điều tiết.** Tăng trưởng tín dụng đến ngày 27/11 đạt 16,5% (so với 11,9% cùng kỳ năm 2024) cùng với nhu cầu thanh toán tăng cao cuối năm khiến NHTM tư nhân nâng LSHD thêm 46–61 điểm cơ bản trong tháng 11 và 2 tuần đầu tháng 12 để bù đắp thanh khoản. LSLNH có lúc vượt 7% trước khi hạ xuống 4,5% nhờ NHNN sử dụng nhiều biện pháp can thiệp như bơm ròng trên OMO, kéo dài kỳ hạn hợp đồng repo và thực hiện các hợp đồng hoán đổi ngoại tệ ngắn hạn.
- Tỷ giá giảm sau khi Fed giảm lãi suất thêm 25 điểm cơ bản,** đưa lãi suất liên bang xuống 3,50%–3,75%. Sau quyết định của Fed, tỷ giá USD/VND đã giảm xuống quanh mức 26,330 đồng, thu hẹp tỷ lệ trượt giá so với USD từ đầu năm đến nay còn 3,3%. Các dữ liệu mới công bố của Mỹ cho thấy tỷ thất nghiệp tăng trong khi lạm phát giảm củng cố triển vọng nói lỏng tiền tệ trong năm tiếp theo.

Trái phiếu Chính phủ

- Lũy kế 11T25, Kho bạc Nhà nước (KBNN) đã phát hành 307 nghìn đồng trái phiếu Chính phủ (TPCP), giảm 4,9% svck và hoàn thành 76,6% kế hoạch 2025, cho thấy **KBNN nhiều khả năng sẽ không hoàn thành kế hoạch cả năm.**
- Lợi suất TPCP tiếp tục tăng ở cả thị trường sơ cấp và thứ cấp.** Tại ngày 30/11/2025, lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm đã tăng lên 3,89% (+7,2 điểm cơ bản sv tháng trước). Tính chung từ đầu năm đến nay, lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp đã tăng khoảng 95 đến 100 điểm cơ bản.

Trái phiếu doanh nghiệp

- Hoạt động phát hành riêng lẻ chậm lại.** Giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) riêng lẻ T11/25 giảm 45,5% so với tháng trước. Phát hành giảm giảm ở cả nhóm Ngân hàng và Bất động sản (một phần do một số công ty liên quan đến Vinhomes và Masterise đã phát hành xong trong 10). Lũy kế 11T25, tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt hơn 473 nghìn tỷ đồng (+34,1% svck).
- Lãi suất phát hành bình quân của nhóm Bất động sản tăng lên 10,5%/năm** từ mức 9,6%/năm của T10/25, trong khi lãi suất phát hành của nhóm Ngân hàng duy trì ổn định ở mức 6,5%/năm.

Chuyên viên phân tích

Trương Thanh Nguyên
nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương
khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

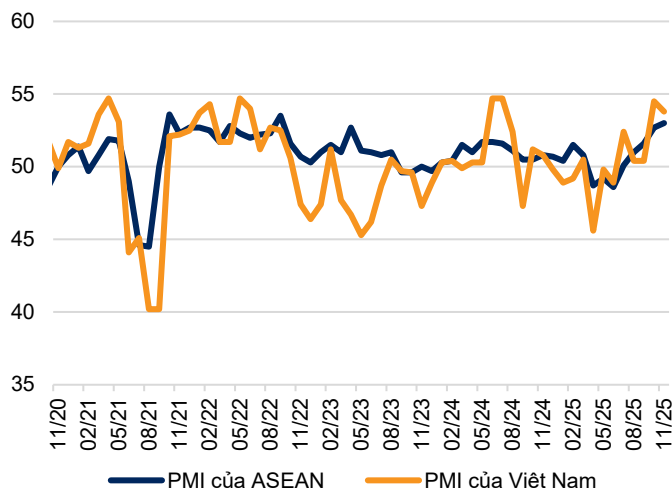
Điểm nhấn vĩ mô

Việt Nam duy trì sức chống chịu trước các yếu tố bất lợi bên ngoài

Nhìn chung, số liệu vĩ mô tháng 11 cho thấy nền kinh tế vẫn duy trì khả năng chống chịu trước những bất ổn toàn cầu; tuy nhiên, tăng trưởng xuất khẩu chậm lại và tiêu dùng yếu hơn do mưa bão kéo dài tiếp tục là những yếu tố cần theo dõi trong tháng tới.

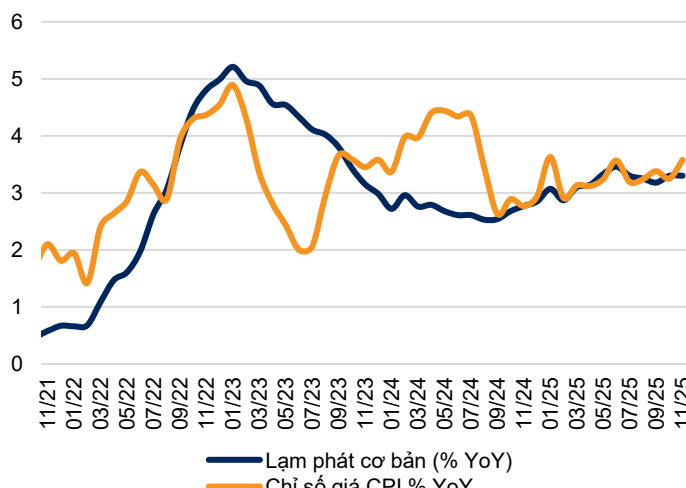
- Sản xuất công nghiệp duy trì đà tăng trưởng vững chắc. Chỉ số IIP tăng 2,3% sv tháng trước và 10,8% svck trong tháng 11, gần như không đổi so với tháng 10, đưa tăng trưởng IIP chung 11T25 lên 9,3%. Ngành chế biến, chế tạo tiếp tục mạnh, tăng 11,8% trong tháng 11 (nhỉnh hơn mức 11,4% svck của tháng 10) nhờ các nhà sản xuất đẩy mạnh sản xuất phục vụ nhu cầu cuối năm.
- Chỉ số PMI ngành sản xuất Việt Nam do S&P Global công bố đạt 53,8 điểm trong tháng 11, giảm nhẹ so với mức 54,5 điểm của tháng 10 nhưng vẫn cho thấy điều kiện kinh doanh sản xuất cải thiện rõ rệt. Điều kiện hoạt động đã cải thiện liên tục trong năm tháng qua, với sản lượng, đơn hàng mới và việc làm tiếp tục tăng. Đơn hàng xuất khẩu tăng nhanh nhất trong 15 tháng. Các cơn bão lớn gây gián đoạn chuỗi cung ứng và kéo dài thời gian giao hàng. Tuy nhiên, sản lượng cao hơn và lượng đơn hàng tồn đọng tăng đã thúc đẩy doanh nghiệp tuyển thêm nhân sự. Doanh nghiệp vẫn lạc quan về triển vọng năm tới, với mức độ kỳ vọng chung đạt đỉnh 17 tháng.
- Xuất nhập khẩu tháng 11 tiếp tục giảm, lần lượt 7,1% và 3,7% so với tháng trước, song vẫn tăng 15,1% svck và 16,1% svck, giúp cán cân thương mại thặng dư 2,6 tỷ USD. Lũy kế 11T25, xuất khẩu đạt 430 tỷ USD (+16,1% svck) và nhập khẩu đạt 409,6 tỷ USD (+18,4% svck), đưa thặng dư thương mại lên 20,5 tỷ USD. Kết quả này gần sát với dự báo tăng trưởng cả năm của chúng tôi là +15,5% svck cho xuất khẩu và +17,5% svck cho nhập khẩu.
- Đầu tư công từ ngân sách Nhà nước trong 11T25 tăng mạnh 26,8% svck, đạt 736,4 nghìn tỷ đồng (29,4 tỷ USD), tương đương 72,2% kế hoạch vốn cả năm và khoảng 80% kế hoạch Thủ tướng giao tính đến ngày 20/11 (so với 74% và 80% trong 11T24), cho thấy mục tiêu giải ngân cả năm vẫn khả thi.
- FDI đăng ký và giải ngân trong 11T25 đạt lần lượt 33,7 tỷ USD (+7,4% svck) và 23,6 tỷ USD (+8,9% svck). Đây là mức giải ngân FDI cao nhất cho giai đoạn 11 tháng từ trước đến nay. Đáng chú ý, dù FDI đăng ký mới trong 11T25 giảm 21,7% svck, nhưng FDI đăng ký mới tháng 11 tăng tháng thứ tư liên tiếp, cho thấy niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài đang cải thiện dần.
- Tăng trưởng tổng mức bán lẻ phục hồi yếu sau khi không còn các sự kiện lớn như tháng 8 và tháng 9, đồng thời bị ảnh hưởng bởi tình trạng lũ lụt nghiêm trọng ở nhiều nơi. Tổng mức bán lẻ tháng 11 chỉ tăng 7,1% svck, trong đó bán lẻ hàng hóa tăng 6,1%, mức thấp nhất trong 11 tháng qua. Ngược lại, dịch vụ lưu trú, ăn uống và du lịch lữ hành diễn biến tích cực hơn với mức tăng lần lượt 13,6% và 19,1% trong tháng 11. Chúng tôi kỳ vọng hoạt động sẽ cải thiện trong tháng tới khi tình hình lũ lụt được kiểm soát và nhu cầu tăng trong mùa lễ hội. Tính chung 11T25, tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng tăng 9,1%, nếu loại trừ yếu tố giá tăng 6,8% (svck năm 2024 +8,9% và +5,8%), cho thấy tiêu dùng cải thiện so với năm ngoái nhưng vẫn chậm.
- CPI tháng 11 tăng 0,45% sv tháng trước và 3,28% svck, chủ yếu do giá thực phẩm tăng cao tại các khu vực chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi mưa lũ sau bão. Lũy kế 11T25, lạm phát bình quân vẫn được kiểm soát, tăng 3,29% svck, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3,2%.

Hình 4: Chỉ số PMI sản xuất



Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Chỉ số giá CPI



Nguồn: Cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Tín dụng

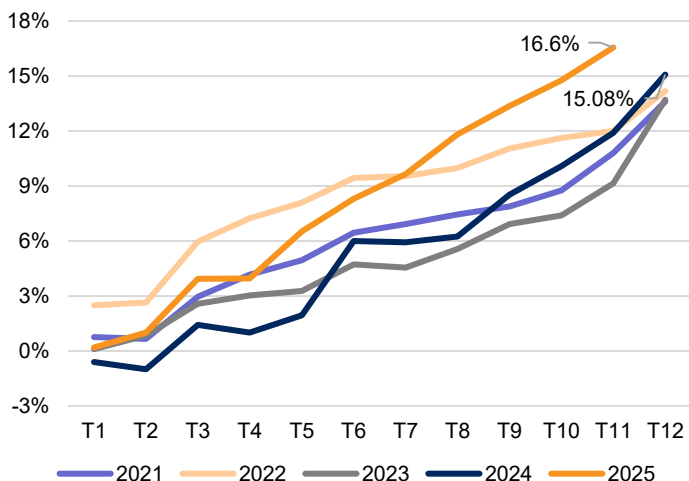
Các NHTM tư nhân tăng lãi suất huy động để ổn định thanh khoản

Tính đến ngày 27/11/2025, tăng trưởng tín dụng toàn hệ thống đã đạt mốc 16,6% (so với 11,9% 11T24). Nhu cầu tín dụng và thanh toán cao vào cuối năm buộc các NHTM tăng lãi suất huy động để bù đắp thanh khoản.

Tính đến ngày 28/11, LSHĐ kỳ hạn ba tháng và 12 tháng bình quân tại các NHTM tư nhân đã tăng lên 3,88% (+22 điểm cơ bản sv tháng trước) và 5,30% (+11 điểm cơ bản sv tháng trước). Đà tăng kéo dài sang tháng 12 nâng LSTG 3 tháng và 12 bình quân lên lần lượt 4,08% và 5,36% (theo dữ liệu ngày 12/12). Như vậy tính từ đầu năm, LSTG bình quân kỳ hạn 3 tháng và 12 tháng đã tăng lần lượt 58 điểm cơ bản và 36 điểm cơ bản. Trong khi đó, LSTG trung bình tại quầy ở ngân hàng hàng quốc doanh lại duy trì khá ổn định, lần lượt 1,9% cho kỳ hạn 3 tháng và 4,67% cho kỳ hạn 12 tháng (có một trường hợp báo cáo tăng nhưng chủ yếu ở các kênh online).

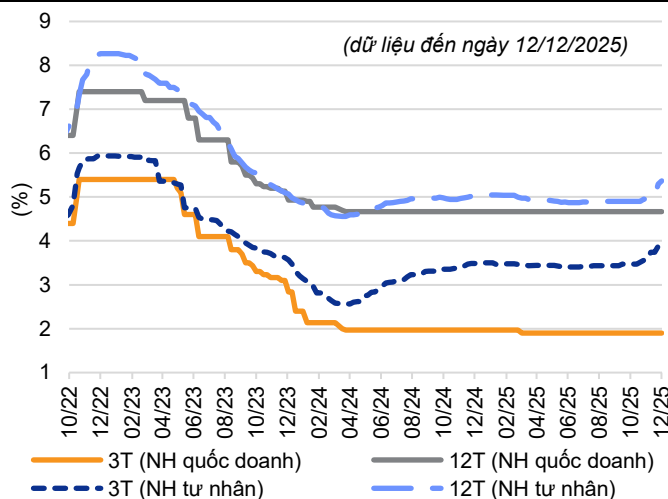
Sau một đợt tăng lãi suất mạnh, căng thẳng thanh khoản hệ thống cũng đã hạ nhiệt từ giữa cuối tháng 12, chúng tôi kỳ vọng áp lực tăng lãi suất từ đây đến cuối năm sẽ giảm bớt và có thể ổn định hơn.

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Lãi suất huy động tại quầy của các NHTM



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường tiền tệ

NHNN sử dụng nhiều công cụ để điều tiết thanh khoản

LSLNH trong tháng 11 duy trì xu hướng tăng, với lãi suất trung bình khoảng 5,4%, tăng 50 điểm cơ bản so với mức trung bình 4,9% trong tháng 10. Đáng chú ý, LSLNN bất ngờ bật tăng vượt mốc 7% ở hầu hết các kỳ hạn và duy trì ở vùng này liên tục trong hai tuần đầu tháng 12.

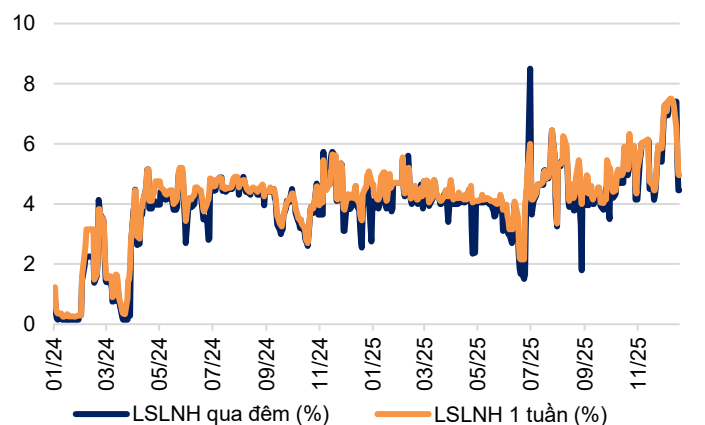
NHNN đã sử dụng nhiều công cụ giảm áp lực thanh khoản hệ thống, bao gồm:

- **Bơm tiền qua OMO:** NHNN đã bơm ròng 84,5 nghìn tỷ đồng (3.2 tỷ USD) trong tháng 11 và khoảng 61,4 nghìn tỷ đồng (2,3 tỷ USD trong nửa đầu tháng 12). Theo đó, tổng khối lượng hợp đồng repo trên OMO đã tăng lên hơn 376 nghìn tỷ đồng (14,2 tỷ USD), mức cao nhất trong lịch sử.
- **Kéo dài kỳ hạn phát hành lên 105 ngày.** Trong tháng 11, NHNN đã phát hành 26,6 nghìn tỷ đồng hợp đồng repo kỳ hạn 105 ngày. Mặc dù, chỉ chiếm khoảng 7% tổng khối lượng phát hành trong, nhưng đây là kỳ hạn dài nhất NHNN từng sử dụng.
- **Nâng lãi suất cho vay OMO lên 4,5%:** Phù hợp với diễn biến thị trường, NHNN đã tăng lãi suất cho vay trên thị trường mở (OMO) thêm 50 điểm cơ bản lên 4,5% từ mức 4% (duy trì từ tháng 9/2024). Trong năm 2024, NHNN cũng đã có hai lần nâng lãi suất OMO từ 4,0% lên 4,5%, sau đó hạ xuống 4% khi áp lực thanh khoản hạ nhiệt.
- **Sử dụng các hợp đồng hoán đổi ngoại tệ:** NHNN công bố thực hiện các hợp đồng hoán đổi ngoại tệ (FX swap) kỳ hạn 14 ngày. Theo cơ chế này, NHNN sẽ mua USD giao ngay ở mức VND23.948 và bán kỳ hạn ở mức VND23. Biện pháp này nhằm cung cấp hỗ trợ thanh khoản VND ngắn hạn (14 ngày) bằng cách bơm VND vào hệ thống thông qua việc mua USD.

Sau các can thiệp của NHNN và động thái tăng lãi suất huy động ở các NHTM, LSLNN đã hạ nhiệt đáng kể. Tại ngày 18/12, LSLNH qua đêm và kỳ hạn một tuần đã giảm xuống lần lượt 4,45% và 4,95%.

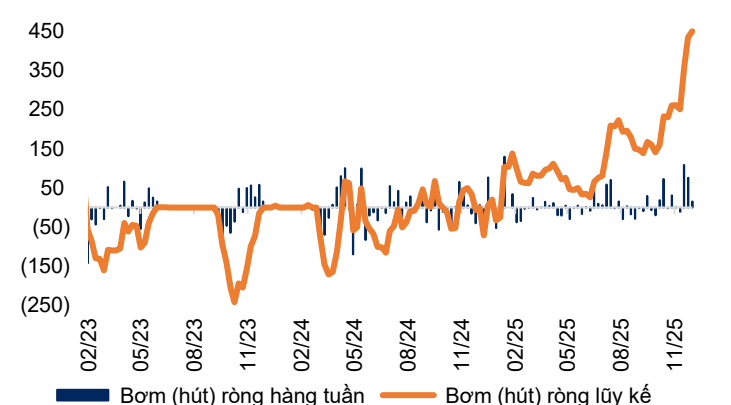
Các động thái của NHNN một lần nữa khẳng định quan điểm nói lỏng chính sách tiền tệ nhằm hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tình hình thanh khoản hệ thống sẽ có những áp lực nhất định ít nhất đến tháng 1 năm sau khi nhu cầu thanh toán tăng cao trước mùa lễ, tết. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng nguồn tiền từ sách giải ngân cho các dự án đầu tư công được bơm ra, áp lực thanh khoản sẽ phần nào hạ nhiệt so với giai đoạn vừa qua.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Bơm/hút ròng của NHNN trên OMO



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Fed giảm lãi suất, hỗ trợ diễn biến tỷ giá trong nước

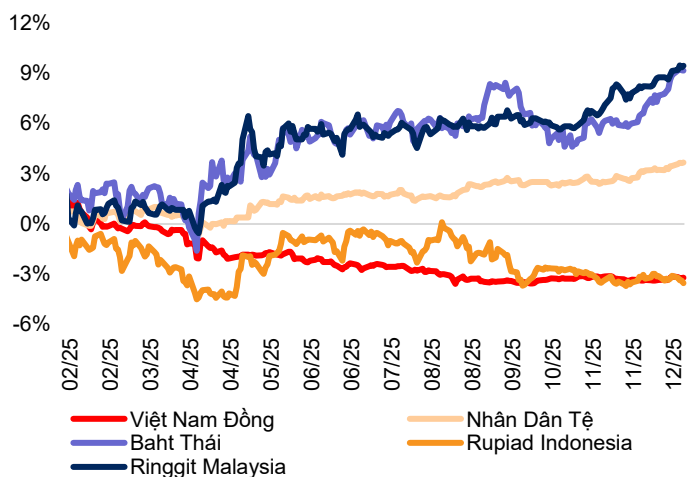
Phù hợp với kỳ vọng thị trường, Fed đã công bố giảm lãi suất thêm 25 điểm cơ bản trong cuộc họp ngày 10/12, đánh dấu lần hạ lãi suất thứ ba trong năm và đưa lãi suất liên bang xuống 3,50%–3,75%. Ngân hàng trung ương Mỹ cũng cho biết sẽ bắt đầu mua trái phiếu Kho bạc ngắn hạn để hỗ trợ thanh khoản thị trường từ ngày 12/12, với đợt đầu khoảng 40 tỷ USD. Ngoài ra, Fed điều chỉnh dự báo tăng trưởng kinh tế năm 2026 lên 2,3% từ mức 1,8% hồi tháng 9, trong khi dự báo lạm phát giảm xuống 2,5% cho năm 2025 và 2,4% cho năm 2026, và dự báo tỷ lệ thất nghiệp năm 2026 giữ nguyên ở mức 4,4%. Với triển vọng kinh tế cải thiện trong khi lạm phát vẫn cao hơn mục tiêu, Fed dự kiến chỉ cắt giảm lãi suất một lần mỗi năm trong 2026 và 2027.

Tuy nhiên, hiện tại thị trường vẫn đang kỳ vọng Fed sẽ hạ lãi suất hai lần trong năm 2026 (có thể vào tháng 4 và tháng 9). Ngoài ra, theo các báo cáo mới nhất, tỷ lệ thất nghiệp của Mỹ trong tháng 11 đã tăng 4,6%, mức cao nhất trong vòng bốn năm, trong khi CPI toàn phần tháng 11 tăng 2,7% svck, giảm so với mức 3,0% của tháng trước và thấp hơn kỳ vọng thị trường. Các dữ liệu nhìn chung củng cố quyết định của Fed trong tháng 12 cũng như triển vọng nói lỏng tiền tệ trong năm 2026.

Sau cuộc họp của Fed, chỉ số DXY đã giảm xuống quanh mức 98,5 điểm, mức thấp nhất trong hai tháng, qua đó giúp ổn định tình hình tỷ giá trong nước. Tại ngày 18/12, tỷ giá USD/VND giao dịch ở mức 26,327 đồng, giảm 0,4% so với mức đỉnh 26,424 đồng ghi nhận cuối tháng 9, và thu hẹp tỷ lệ trượt giá so với USD từ đầu năm đến nay còn 3,2%.

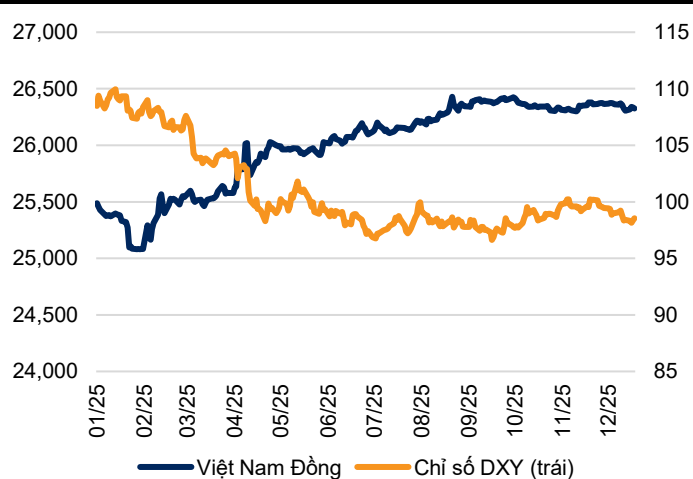
Với diễn biến hiện tại, chúng tôi cho rằng tình hình tỷ giá cuối năm 2025, đầu năm 2026 sẽ tương đối ổn định, được hỗ trợ thêm từ dòng kiều hối về trước dịp lễ, Tết.

Hình 10: Diễn biến một số đồng tiền so với USD



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Tỷ giá VND/USD so với chỉ số DXY



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Trái phiếu Chính phủ

Thị trường sơ cấp

KBNN mới hoàn thành 76% kế hoạch 2025 trong 11T25

Trong tháng 11, KBNN phát hành 23,5 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm 15% so với tháng trước. Tỷ lệ trúng thầu vẫn duy trì khá thấp, chỉ đạt 46,5%.

Chỉ có hai kỳ hạn phát hành thành công trong tháng 11, bao gồm kỳ hạn 10 năm (19 nghìn tỷ đồng, chiếm 81%) và kỳ hạn 5 năm (4,4 nghìn tỷ đồng). Lợi suất trúng thầu tăng nhẹ 10 điểm cơ bản so với tháng trước, lên mức 3,2% đối với kỳ hạn 5 năm và 3,8% đối với kỳ hạn 10 năm. So với cuối năm 2024, lợi suất trúng thầu TPCP ở thị trường sơ cấp đã tăng khoảng 90 điểm cơ bản do áp lực phát hành lớn trong khi thanh khoản hệ thống căng thẳng hơn do nhu cầu tín dụng cao.

Lũy kế 11T2025, KBNN đã phát hành 307 nghìn đồng TPCP, giảm 4,9% svck và hoàn thành 76,6% kế hoạch điều chỉnh (trong tháng 10, KBNN đã điều chỉnh giảm kế hoạch phát hành năm 2025 từ 500 nghìn tỷ đồng xuống khoảng 400 nghìn tỷ đồng). Để hoàn thành kế hoạch cả năm, KBNN cần phát hành thêm khoảng 100 nghìn tỷ trong tháng 12, xấp xỉ 4 lần lượng phát hành trung bình hai tháng qua. Do đó, chúng tôi cho rằng KBNN có thể sẽ không hoàn thành kế hoạch cả năm.

Ngoài ra, sau hai năm vắng bóng, Ngân hàng Chính sách xã hội (NHCSXH) đã phát 6 nghìn tỷ đồng trong tháng 11 với lãi suất dao động từ 4,15% - 4,25%.

Thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP duy trì xu hướng tăng

Tương tự như lợi suất trúng thầu, lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp cũng tiếp tục tăng khoảng 6 đến 22 điểm cơ bản so với tháng trước. Tại ngày 30/11/2025, lợi suất TPCP được ghi nhận ở mức 3,19% (+22,0 điểm cơ bản so với tháng trước) cho kỳ hạn 5 năm và 3,89% (+7,2 điểm cơ bản) cho kỳ hạn 10 năm. Tính chung từ đầu năm đến nay, lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp đã tăng khoảng 95 đến 100 điểm cơ bản.

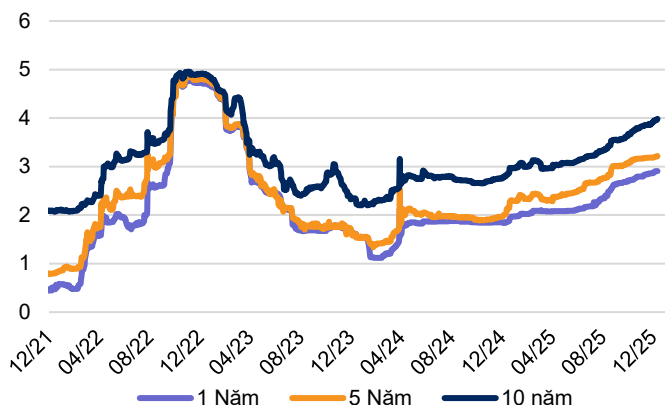
Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng 298 tỷ đồng (11,3 triệu USD) trong tháng 11, đánh dấu tháng mua ròng thứ hai liên tiếp, nâng tổng giá trị mua ròng lũy kế lên 3.037 tỷ đồng (115 triệu USD) trên thị trường thứ cấp.

Tổng giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp trong tháng 11 giảm 35% so với tháng trước, chỉ đạt 253 nghìn đồng (9,6 tỷ USD). Giá trị giao dịch trung bình hàng ngày đạt hơn 12,6 nghìn tỷ đồng (480 triệu USD), tăng giảm 32% so với tháng trước. Giao dịch outright chiếm 80% tổng giá trị giao dịch, trong khi giao dịch repo chiếm 20%.

Lợi suất TPCP có thể duy trì xu hướng tăng nhẹ trong tháng 12

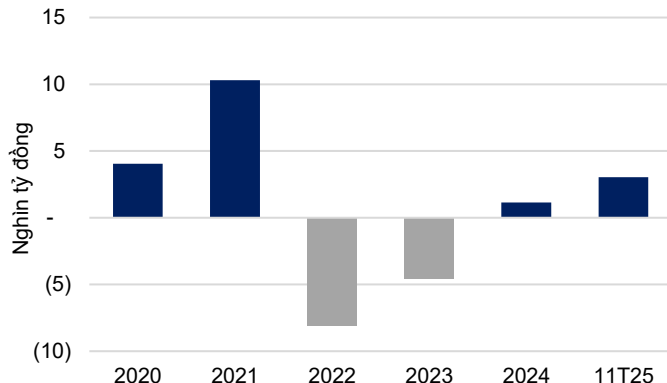
Ở phía cung, KBNN cần phát thêm 100 nghìn tỷ đồng, gấp 4 lần lượng phát hành trung bình trong tháng 10 và 11. Trong khi áp lực thanh khoản có thể vẫn tiếp diễn do nhu cầu tín dụng và thanh toán tăng cao vào cuối năm. Dù vậy, áp lực thanh khoản hệ thống nhìn chung đã hạ nhiệt (một phần do NHNN thực hiện nhiều công cụ để điều tiết thanh khoản và đẩy mạnh giải ngân từ nguồn ngân sách cho hàng loạt dự án vào cuối năm) có thể hạn chế đà tăng của lợi suất.

Hình 12: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Mua /bán ròng của khối ngoại



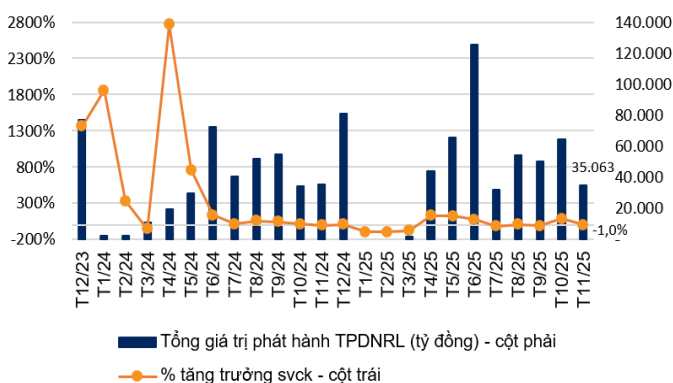
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động phát hành riêng lẻ chậm lại

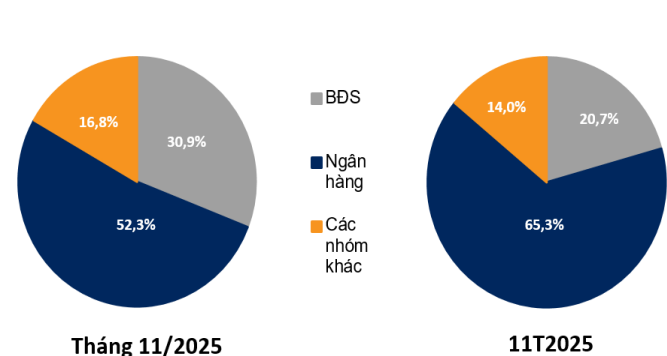
Theo dữ liệu tổng hợp, có 42 đợt phát hành TPDN riêng lẻ thành công trong tháng 11/2025 với tổng giá trị hơn 35 nghìn tỷ đồng, giảm 45,5% so với tháng trước và thấp hơn 1% svck. Lũy kế 11T25, tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt hơn 473 nghìn tỷ đồng, tăng 34,1% svck.

Hình 14: Giá trị TPDN phát hành riêng lẻ (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: TPDN phát hành riêng lẻ theo ngành



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

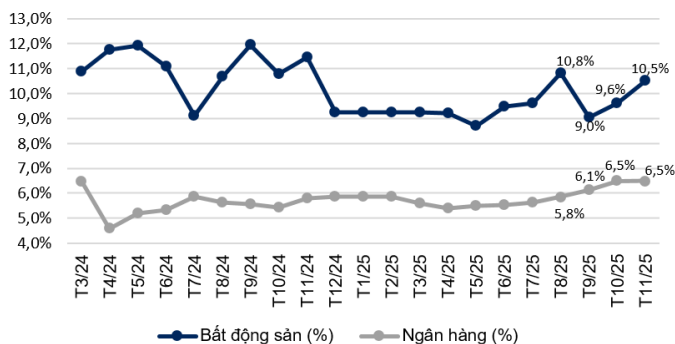
Trong T11/25, nhóm Ngân hàng trở lại là nhóm đứng đầu về giá trị phát hành TPDN riêng lẻ với 24 đợt phát hành thành công có tổng giá trị phát hành đạt hơn 18,3 nghìn tỷ đồng, giảm 34,6% so với giá trị phát hành trong T10/25 và chiếm 52,3% tổng giá trị TPDNRL phát hành trong T11/25. Nhóm đứng thứ hai về giá trị phát hành TPDN riêng lẻ trong T11/25 là nhóm Bất động sản, với 10 đợt phát hành thành công có tổng giá trị phát hành đạt hơn 10,8 nghìn tỷ đồng, giảm 66,3% so với giá trị phát hành trong T10/25 và chiếm 30,9% tổng giá trị TPDN riêng lẻ phát hành trong T11/25.

Lãi suất phát hành trái phiếu bình quân của nhóm Ngân hàng trong T11/25 duy trì ổn định ở mức 6,5%/năm, trong khi kỳ hạn phát hành bình quân của nhóm này giảm nhẹ xuống mức 4,15 năm từ mức 4,42 năm của T10/25.

Lãi suất phát hành trái phiếu bình quân của nhóm Bất động sản trong T11/25 tăng lên mức 10,5%/năm từ mức 9,6%/năm của T10/25, trong khi kỳ hạn phát hành bình quân trong T11/25 của nhóm này tăng lên mức 5,3 năm từ mức 2,5 năm của T10/25. Lãi suất phát hành bình quân của nhóm Bất động sản tăng khá mạnh trong T11/25

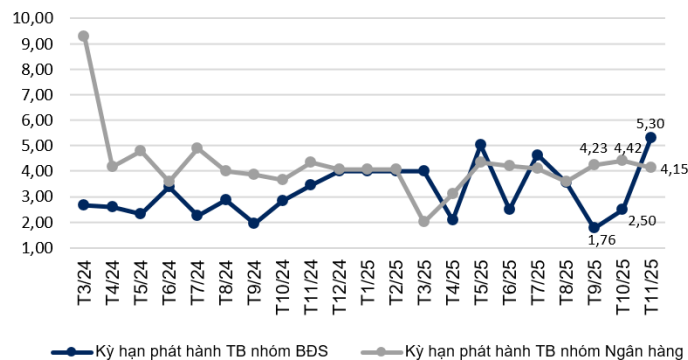
có một phần nguyên nhân do kỳ hạn phát hành của các đợt phát hành trong T11/25 dài hơn đáng kể so với các đợt phát hành T10/25 của nhóm này.

Hình 16: Lãi suất phát hành TPDNRL bình quân (%)



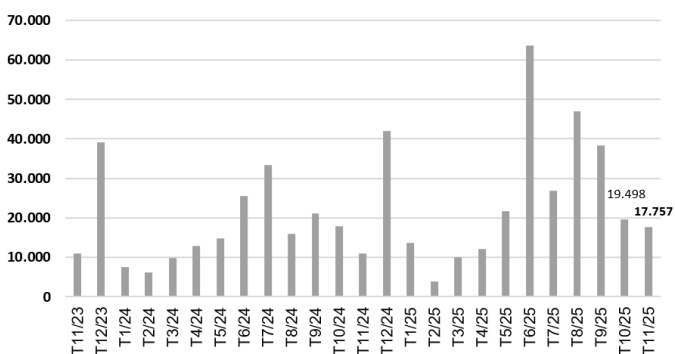
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân (năm)



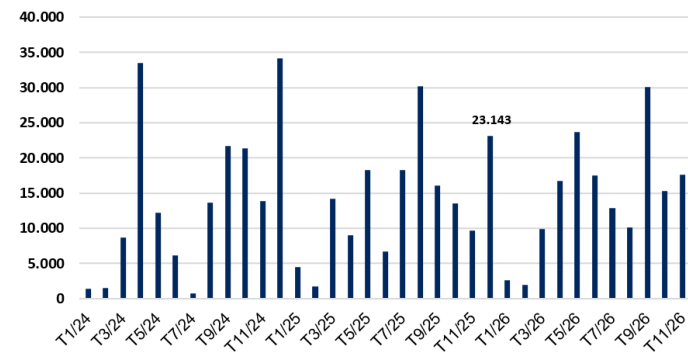
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Lượng TPDN mua lại trước hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Lượng TPDN đáo hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động mua lại trước hạn TPDN riêng lẻ tiếp tục chậm lại trong T11/25 với tổng giá trị TPDN riêng lẻ được mua lại trước hạn đạt hơn 17,7 nghìn tỷ đồng, giảm 9% so với tháng trước tuy nhiên cao hơn 62,4% svck. Lũy kế 11T25, tổng giá trị mua lại trước hạn đạt hơn 274,3 nghìn tỷ đồng, tăng 56% svck.

Theo số liệu của chúng tôi trong T12/25 sẽ có khoảng hơn 23 nghìn tỷ đồng TPDN riêng lẻ đáo hạn, tăng 140% so với tháng trước. Áp lực TPDN sẽ hạ nhiệt trở lại trong các tháng đầu năm 2026 sau khi tăng mạnh trong T12/25.

Hình 20: Danh sách các đợt phát hành TPDN nổi bật tháng 11/2025

STT	Tên Doanh nghiệp	Ngành nghề hoạt động	Ngày phát hành	Tổng giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn trái phiếu (năm)	Lãi suất phát hành (%/năm)
1	CTCP Dịch Vụ Cáp Treo Bà Nà	Khác	26/11/2025	750	5,0	10,5
2	NHTMCP Lộc Phát Việt Nam	Ngân hàng	27/11/2025	1.500	7,0	7,03
3	Công Ty TNHH MTV Vipico	Bất động sản	28/11/2025	780	8,0	9,3
4	NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam	Ngân hàng	28/11/2025	2.000	3,0	6,5
5	CTTNHH Liên Doanh Đầu Tư Xây Dựng Tam Trinh	Bất động sản	28/11/2025	900	8,0	9,2
6	CTCP Đầu Tư Xây Dựng Thái Sơn	Bất động sản	28/11/2025	4.000	2,0	12,5
7	NHTMCP Đầu Tư Và Phát Triển Việt Nam	Ngân hàng	24/11/2025	590	8,0	6,08
8	NHTMCP Đầu Tư Và Phát Triển Việt Nam	Ngân hàng	24/11/2025	702	7,0	6,03
9	NHTMCP Phần Bắc Á	Ngân hàng	25/11/2025	1.000	3,0	6,7
10	Tập Đoàn Vingroup	Tập đoàn đa ngành	27/11/2025	1.000	3,0	12
11	CTCP Đầu Tư Và Phát Triển Hạ Tầng Nam Quang	Bất động sản	26/11/2025	1.000	7,0	9
12	NHTMCP Phát Triển TP Hồ Chí Minh	Ngân hàng	26/11/2025	1.000	3,0	6,7
13	CTCP May- Diêm Sài Gòn	Sản xuất	21/11/2025	1.000	9,0	9
14	CTCP Hàng Không Vietjet	Vận tải - Logistic	24/11/2025	1.000	5,0	10
15	NHTMCP Phương Đông	Ngân hàng	20/11/2025	1.500	3,0	6,6
16	Công Ty TNHH MTV Vipico	Bất động sản	14/11/2025	1.000	8,0	9,3
17	CTCP Tập Đoàn Đầu Tư I.P.A	Dịch vụ tài chính	18/11/2025	1.416	5,0	9,5
18	NHTMCP Hàng Hải Việt Nam	Ngân hàng	13/11/2025	1.000	3,0	5,2
19	NHTMCP Phát Triển TP Hồ Chí Minh	Ngân hàng	18/11/2025	800	3,0	6,7
20	NHTMCP Quốc Tế Việt Nam	Ngân hàng	17/11/2025	3.000	3,0	6,4
21	CTCP Đầu Tư Và Phát Triển Hạ Tầng Nam Quang	Bất động sản	15/11/2025	1.000	8,0	9
22	NHTMCP Phần Bắc Á	Ngân hàng	13/11/2025	800	3,0	6,7
23	Tập Đoàn Đầu Tư & Phát Triển Công Nghiệp Becamex	Bất động sản	10/11/2025	660	3,0	10,3
24	NHTMCP Việt Nam Thịnh Vượng	Ngân hàng	12/11/2025	1.000	3,0	6,2
25	NHTMCP Phương Đông	Ngân hàng	05/11/2025	1.000	2,0	6,5

Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Nghiên cứu và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cấp cao

Email: nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Bá Khương – Chuyên viên phân tích cấp cao

Email: khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Phường Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>