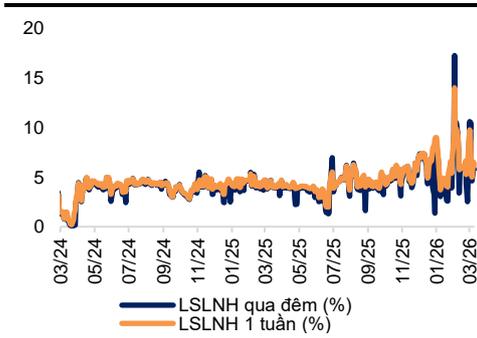


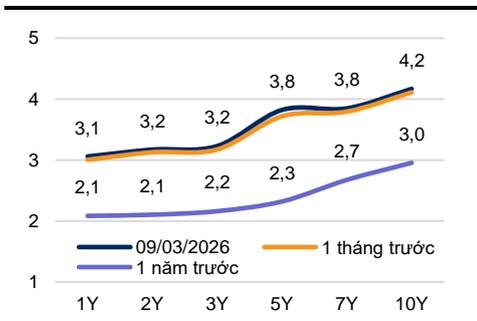
Báo cáo Trái phiếu – Tiền tệ

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



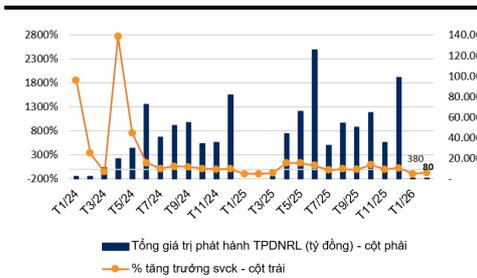
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

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

Rủi ro tỷ giá tăng trước xung đột Mỹ - Iran

- Tỷ giá USD/VND tăng ~1% trong 1 tháng qua.
- Fed có thể chỉ hạ lãi suất một lần trong năm nay vào tháng 9.

Điểm nhấn vĩ mô

- Sản xuất ổn định, tiêu dùng có dấu hiệu suy yếu.** PMI tháng 2 đạt 54,3 – mức cao nhất trong bốn tháng. Khu vực FDI tiếp tục dẫn dắt hoạt động xuất nhập khẩu tăng lần lượt 18,3% và 26,3% svck. Tuy nhiên, thâm hụt thương mại mở rộng lên 3 tỷ USD do nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh. Dù vốn FDI đăng ký giảm, giải ngân vẫn tăng 8,8%, phản ánh niềm tin dài hạn của nhà đầu tư. Trái lại, tiêu dùng trong nước suy yếu khi tăng trưởng bán lẻ thực giảm còn 4,5% trong 2T26, do ảnh hưởng từ thuế mới với HKD, xu hướng lãi suất tăng và giá vàng leo thang. CPI tháng 2 tăng 3,4% svck nhưng chưa phản ánh hết tác động của đợt tăng giá xăng dầu gần đây, có thể gây thêm áp lực lên tâm lý tiêu dùng trong tháng tới.

Thị trường tiền tệ

- Tín dụng tăng mạnh ngay từ đầu năm,** tăng 1,4% so với cuối 2025 và 20,2% svck. Tín dụng tăng mạnh ngay từ đầu năm đã khiến lãi suất tiền gửi tăng ~0,2 – 0,3 điểm phần trăm ở nhóm ngân hàng tư nhân. Lãi suất cho vay bình quân cũng tăng ~0,3 điểm phần trăm lên 7,0% - 9,3%. Đáng chú ý, lãi cho vay đối với bất động sản tăng mạnh lên 12% - 14% đối với thời gian cố định lãi suất 12 – 24 tháng cho thấy xu hướng hạn chế dòng vốn vào lĩnh vực đầu cơ khá mạnh mẽ.
- Ngân hàng Nhà nước (NHNN) tiếp tục bơm hút linh hoạt để điều tiết lãi suất liên ngân hàng (LSLNH).** Mặc dù có lúc vượt 10%, LSLNH hiện đã giảm về vùng 5% - 6%. Các động thái hỗ trợ thanh khoản của NHNN có thể giúp hạ nhiệt LSLNH trong ngắn hạn. Tuy nhiên, đây vẫn là những biện pháp mang tính tạm thời, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu liên tục xuất hiện các biến số khó lường liên quan đến rủi ro địa chính trị toàn cầu.
- Rủi ro tỷ giá quay trở lại trước xung đột giữa Mỹ - Iran.** Chỉ số DXY vượt 99 khiến USD/VND tăng sát mức bán ra của NHNN tại 26,260 đồng sau các xung đột giữa Mỹ và Iran. Đồng USD mạnh hơn, dòng vốn rút khỏi thị trường mới nổi, Fed trì hoãn giảm lãi suất và giá dầu tăng, thặng dư thương mại thu hẹp, tiếp tục gây sức ép tăng tỷ giá trong ngắn hạn. Tuy nhiên, một số yếu tố có thể hỗ trợ giảm bớt áp lực tỷ giá như 1) đà tăng của USD có thể kém bền vững nếu xung đột kéo dài làm suy yếu tiêu dùng và tăng trưởng Mỹ, trong khi đồng USD vẫn chịu áp lực dài hạn từ xu hướng giảm phụ thuộc vào USD và thâm hụt ngân sách lớn của Mỹ; 2) dù vẫn có khả năng nhưng xác suất Fed đảo chiều chính sách ngay tương tự năm 2022 tương đối thấp hơn, trong khi môi trường lãi suất tại Việt Nam bắt đầu tăng từ cuối năm 2025; 3) nguồn cung USD duy trì từ kiều hối, giải ngân FDI, thặng dư thương mại cấu trúc và dòng vốn đầu tư mới từ nâng hạng thị trường.

Trái phiếu Chính phủ (TPCP)

- Lãi suất TPCP trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng.** Lãi suất kỳ hạn 10N đã tăng lên 4,2% (+10 điểm cơ bản svtt và +110 điểm cơ bản svck). Lãi suất TPCP chỉ tăng nhẹ trong tháng 2 chủ yếu nhờ NSNN tiếp tục thặng dư lớn (290 nghìn tỷ đồng, +15,4% svck) nên áp lực phát hành TPCP đầu năm vẫn còn thấp.
- Lãi suất TPCP đối mặt với rủi ro tăng mạnh hơn.** Áp lực lạm phát và tỷ giá có thể khiến dư địa nới lỏng tiền tệ thu hẹp và chuyển gánh nặng hỗ trợ tăng trưởng sang chính sách tài khóa. Điều này có thể làm gia tăng nhu cầu vay của Chính phủ và tạo thêm áp lực lên lợi suất. Năm 2026, Chính phủ dự kiến vay tối đa 967 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với KH 2025. Trong đó, vay từ nguồn phát hành TPCP là 500 nghìn tỷ đồng, tăng 35% so với giá trị phát hành năm 2025.

Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN)

- Phát hành TPDN tháng 2 vẫn trầm lắng** với một đợt phát hành TPDN riêng lẻ thành công (80 tỷ đồng). Áp lực TPDN đáo hạn bắt đầu tăng trở lại với 9,8 nghìn tỷ đồng đáo hạn trong tháng 3 và tiếp tục tăng trong các tháng tiếp theo.

Chuyên viên phân tích

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

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

Điểm nhấn vĩ mô

Sản xuất, thương mại ổn định, tiêu dùng có dấu hiệu suy yếu

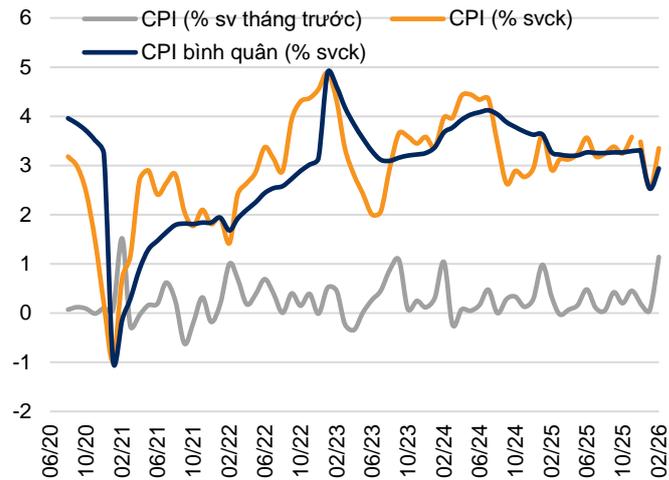
- **Sản xuất tháng 2 giảm tốc do kỳ nghỉ Tết nhưng vẫn tăng trưởng tích cực svck.** Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) giảm 18,4% svt nhưng tăng 1% svck. Tính chung 2T26, IIP toàn ngành vẫn ghi nhận mức tăng mạnh 10,4% svck. Kết quả này cũng phù hợp với số liệu PMI đạt 54,3 trong tháng Hai – mức cao nhất trong bốn tháng nhờ sản lượng, đơn hàng mới, hoạt động mua hàng và tuyển dụng đều tăng tốc.
- **Thâm hụt thương mại nói rộng do nhu cầu nhập khẩu mạnh hơn từ khu vực FDI.** Xuất khẩu và nhập khẩu trong 2T26 tiếp tục ghi nhận mức tăng hai chữ số svck, lần lượt 18,3% và 26,3%. Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ khối doanh nghiệp FDI, đặc biệt ở nhóm hàng máy tính và linh kiện điện tử. Cán cân thương mại ghi nhận thêm mức thâm hụt USD1 tỷ trong tháng Hai, nâng tổng nhập siêu trong 2T26 lên ~USD3 tỷ. Nhu cầu nhập khẩu tăng mạnh ở các mặt hàng như máy tính và điện tử (+48,3% svck). Do yếu tố mùa vụ, chúng tôi kỳ vọng cán cân thương mại sẽ đảo chiều trong các tháng tới. Tuy nhiên, diễn biến gần đây của giá dầu thế giới có thể làm tăng chi phí nhập khẩu và thu hẹp thặng dư thương mại cả năm.
- **Vốn FDI đăng ký giảm nhưng giải ngân FDI vẫn duy trì ổn định.** Tổng vốn FDI đăng ký đạt USD6,03 tỷ, giảm 12,6% svck, chủ yếu do vốn đăng ký điều chỉnh từ các dự án hiện hữu giảm mạnh (-52,3% svck), trong khi vốn đăng ký mới tăng 20,2% svck. Ngoài ra, vốn FDI giải ngân tiếp tục duy trì đà tăng vững, đạt USD3,21 tỷ, tăng 8,8% svck trong 2T26, phản ánh niềm tin của nhà đầu tư nước ngoài vào triển vọng dài hạn của Việt Nam.
- **Tiêu dùng có dấu hiệu suy yếu.** Tổng mức bán lẻ trong 2T26 tăng 7,9% svck theo giá hiện hành và chỉ 4,5% theo giá thực (so với 6,8% trong 2T25). Dù có kỳ nghỉ Tết, tâm lý tiêu dùng vẫn trầm lắng do chính sách thuế mới với hộ kinh doanh, xu hướng lãi suất tăng và đà tăng bất thường của giá vàng trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị toàn cầu gia tăng.
- **NSNN tiếp tục thặng dư lớn.** Thu NSNN 2T2026 ước đạt 601,3 nghìn tỷ đồng, bằng 23,8% dự toán năm và tăng 13,1% svck. Trong khi đó, tổng chi NSNN chỉ mới đạt 311,0 nghìn tỷ đồng, bằng 9,8% dự toán năm và tăng 11,0% svck. Theo đó, thặng dư tài khóa tăng mạnh 15,4% svck, đạt 290,3 nghìn tỷ đồng trong 2T2026. Đáng chú ý, chi đầu tư phát triển chỉ giảm 5,2% svck và chỉ đạt 3,8% kế hoạch.
- **Lạm phát vẫn trong tầm kiểm soát nhưng chưa phản ánh mức tăng giá dầu gần đây.** CPI tháng Hai tăng 1,15% svt và 3,35% svck, chủ yếu do giá thực phẩm, dịch vụ ăn uống và vận tải tăng theo nhu cầu mua sắm và đi lại trong dịp Tết. Bình quân 2T26, CPI tăng 2,94% svck, trong khi lạm phát cơ bản tăng 3,47% svck. Tuy nhiên, các số liệu này chưa phản ánh việc giá nhiên liệu tăng mạnh gần đây. Ngày 5/3 và 7/3, Bộ Công Thương và Bộ Tài chính liên tiếp điều chỉnh tăng giá bán lẻ xăng dầu trong nước trong bối cảnh giá dầu thế giới tăng mạnh. Tính lũy kế trong 2 kỳ điều hành, xăng RON95 đã tăng 6.890 đồng/lít, xăng E5 RON92 tăng 5.700 đồng/lít; dầu diesel tăng gần 11.000 đồng/lít, dầu hỏa tăng tới 15.630 đồng/lít. Diễn biến này có thể đẩy lạm phát tăng trong tháng tới và ảnh hưởng thêm đến tâm lý tiêu dùng.

Hình 4: PMI sản xuất trên 50 điểm 8 tháng liên tiếp



Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Chỉ số giá CPI



Nguồn: Tổng cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

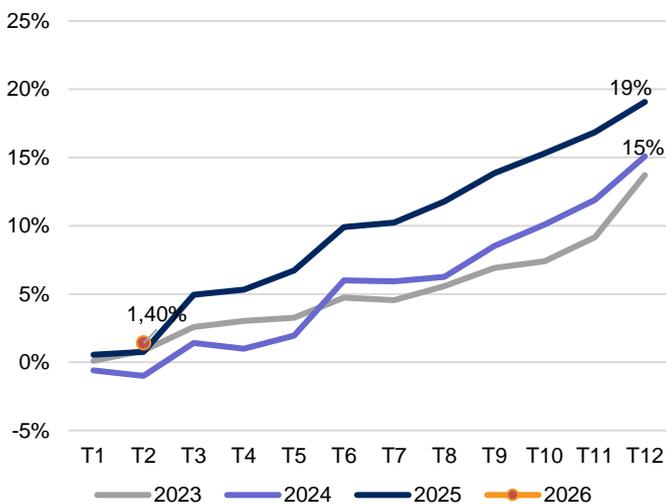
Thị trường tiền tệ

Tín dụng tăng mạnh ngay từ đầu năm

Tính đến ngày 26/2/2026, tăng trưởng tín dụng toàn nền kinh tế tăng 1,4% so với cuối tháng 12/2025, tăng 20,2% svck. Nhu cầu tín dụng tăng cao ngay từ đầu năm đã đẩy mật bảng lãi suất trên thị trường có xu hướng tăng nhẹ, đặc biệt ở nhóm ngân hàng tư nhân. Ở nhóm ngân hàng quốc doanh, LSHĐ bình quân 12 tháng hầu như ổn định ở mức 5,2%, trong khi LSHĐ bình quân 12 tháng ở nhóm ngân hàng tư nhân đã tăng lên 5,73% - tương đương mức tăng 0,2 – 0,3 điểm phần trăm so với cuối năm 2025.

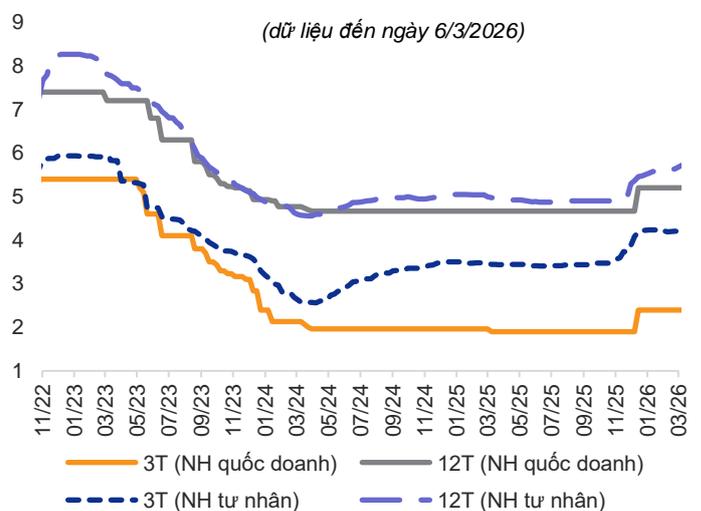
Lãi suất cho vay bình quân ở các NHTM trong nước cũng tăng ~0,3 điểm phần trăm lên 7,0% - 9,3%. Đáng chú ý, lãi cho vay đối với lĩnh vực bất động sản tăng mạnh lên 12% - 14% đối với thời gian cố định lãi suất 12 – 14 tháng, một số trường hợp lên đến 15% - 16%, cho thấy xu hướng hạn chế dòng vốn vào lĩnh vực đầu cơ khá mạnh mẽ.

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

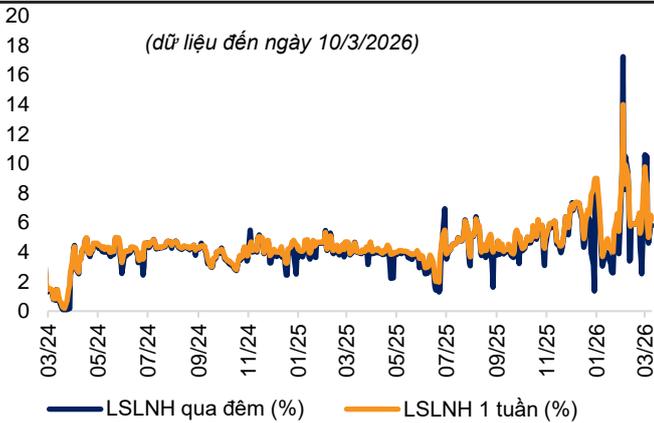
NHNN tiếp tục bơm hút linh hoạt trên OMO để điều tiết lãi suất

Sau loạt biện pháp can thiệp mạnh từ NHNN — bao gồm bơm ròng thông qua kênh OMO và triển khai các hợp đồng hoán đổi ngoại tệ ngắn hạn — cùng với việc nhu cầu giao dịch VND giảm đáng kể trong kỳ nghỉ Tết, mặt bằng LSLNH đã nhanh chóng giảm về vùng 3,5% – 6,5% trong nửa cuối tháng Hai.

Tuy nhiên, LSLNH lại bật tăng trở lại lên trên 10% ở những ngày đầu tháng 3. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc NHNN giảm khối lượng chào thầu repo trong tuần cuối tháng 2 (23/2 – 27/2), đúng vào thời điểm một lượng lớn hợp đồng repo trị giá 88,2 nghìn tỷ đồng đáo hạn, khiến ~78,5 nghìn tỷ đồng bị hút ròng khỏi hệ thống. Cùng lúc đó, nhu cầu giao dịch VND phục hồi sau Tết đã làm gia tăng tình trạng thiếu hụt thanh khoản. Ngay sau đó, NHNN đã bơm ròng trở lại ~25 nghìn tỷ đồng trong tuần đầu tháng 3, giúp LSLNH qua đêm hạ nhiệt về vùng 5% - 6%.

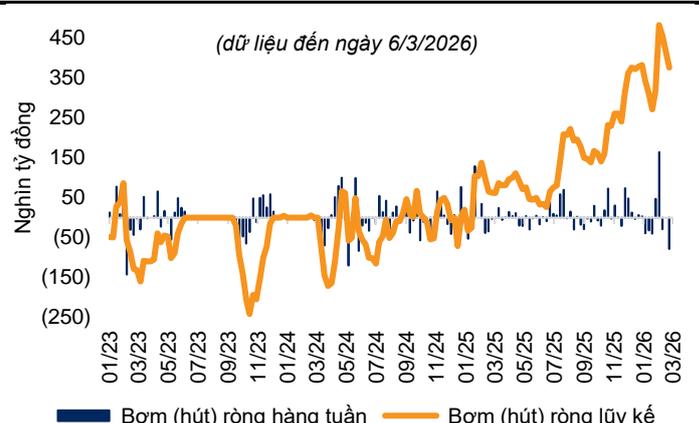
Các động thái hỗ trợ thanh khoản của NHNN có thể giúp hạ nhiệt LSLNH trong ngắn hạn. Tuy nhiên, theo chúng tôi, đây vẫn là những biện pháp mang tính tạm thời, đặc biệt trong bối cảnh thị trường tài chính toàn cầu liên tục xuất hiện các biến số khó lường liên quan đến rủi ro địa chính trị toàn cầu.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Bơm/hút ròng của NHNN trên OMO



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro tỷ giá quay trở lại trước xung đột giữa Mỹ - Iran

Chỉ số DXY đã tăng vượt mức 99,5 ngày 9/3, mức cao nhất trong hơn ba tháng khi dầu đạt mức 100 USD/thùng trước rủi ro xung đột Trung Đông kéo dài có thể dẫn đến sự gián đoạn dài hạn của nguồn cung năng lượng toàn cầu. Song song, tỷ giá USD/VND cũng đã tiệm cận mức giá USD bán ra của NHNN tại 26,260 đồng sau một thời gian duy trì ổn định quanh ngưỡng 26,000 đồng.

Tỷ giá USD/VND đang và có thể tiếp tục chịu áp lực tăng trong ngắn hạn do một số yếu tố sau:

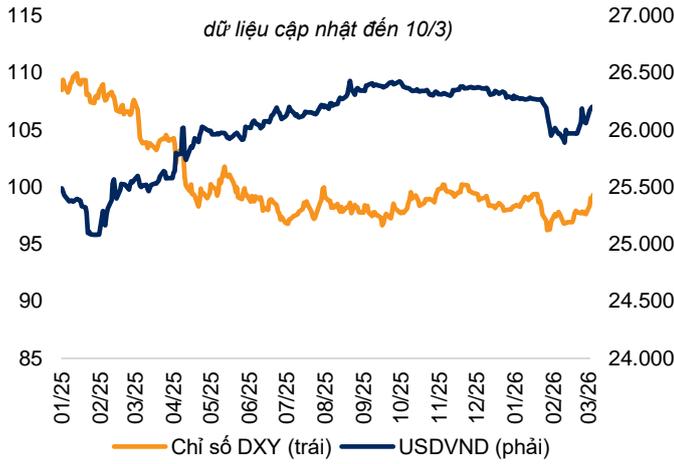
- 1) Đồng USD mạnh lên trong bối cảnh xung đột giữa Mỹ và Iran đã kích hoạt dòng vốn chạy vào các tài sản trú ẩn như vàng và USD. Đồng thời, lo ngại về rủi ro lạm phát có thể khiến Fed thận trọng hơn trong việc giảm lãi suất. Dữ liệu từ CME Fed Watch cho thấy thị trường hiện chỉ đang kỳ vọng 1 đợt cắt giảm lãi suất trong năm nay và đợt cắt giảm đầu tiên có thể lùi về tháng 9 thay vì vào tháng 6 – 7 như trước đó.
- 2) Dòng vốn đầu tư nước ngoài ngắn hạn rút ra khỏi các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam có thể làm giảm nguồn cung USD trong ngắn hạn.

- 3) Giá dầu tăng cao khiến chi phí nhập khẩu năng lượng tăng lên, nhất là trong bối cảnh đồng USD mạnh lên trên thị trường quốc tế. Tác động sẽ lớn hơn nếu xu hướng tăng giá lan sang các nhóm hàng hóa khác. Đồng thời, triển vọng tiêu dùng toàn cầu kém khả quan hơn khi kỳ vọng lạm phát giá tăng, có thể gây sức ép tiêu cực xuất khẩu và cán cân thương mại tổng thể.

Tuy nhiên, một số yếu tố có thể giúp giảm bớt áp lực tỷ giá USDVND trong trung hạn như:

- 1) Xu hướng tăng của USD có thể thiếu bền vững nếu xung đột leo thang và kéo dài, rủi ro lạm phát bùng phát trở lại có thể tác động tiêu cực tới sức mua của người tiêu dùng Mỹ và làm giảm tốc nền kinh tế. Triển vọng nền kinh tế Mỹ yếu đi có thể gây sức ép ngược lại lên đồng USD. Bên cạnh đó, đồng USD vẫn tiếp tục chịu tác động suy yếu từ những yếu tố như: (1) xu hướng giảm sự phụ thuộc của thương mại toàn cầu và dự trữ ngoại hối các nước vào đồng USD, (2) câu chuyện thâm hụt ngân sách và nợ công lớn chưa có hồi kết của Mỹ.
- 2) Mặc dù Fed được kỳ vọng sẽ thận trọng hơn trong lộ trình cắt giảm lãi suất nhưng khả năng đảo chiều chính sách như năm 2022 tương đối thấp hơn. Năm 2022, khi Nga tấn công Ukraine vào tháng 2, Fed đã thực hiện nâng lãi suất ngay sau đó vào tháng 3 sau hai năm duy trì lãi suất ở vùng 0% - 0,25%. Nhưng khi đó tỷ lệ lạm phát đã chạm mức 8%, và thực tế tỷ lệ lạm phát của Mỹ vượt mức 4% trong khoảng một năm trước đó. So với hiện tại, mặt bằng lãi suất của Fed đã cao hơn trong vùng 3,5% - 3,75%, tỷ lệ lạm phát thấp hơn (2,4% theo số liệu tháng 2/2026) trong khi điều kiện thị trường lao động có dấu hiệu suy yếu hơn. Số liệu việc làm được Bộ Lao động Mỹ cho thấy thị trường lao động Mỹ đã giảm 92.000 việc làm trong tháng 2, thấp hơn nhiều so với mức tăng 126.000 việc làm của tháng 1 và thấp hơn mức dự báo trước đó là tăng 50.000 việc làm. Tỷ lệ thất nghiệp đã tăng nhẹ lên mức 4,4% từ 4,3% của tháng trước và cao hơn đáng kể so với mức ~3,5% trong năm 2022. Trong khi đó, mặt bằng lãi suất thực tế ở Việt Nam đã cao hơn trước áp lực tín dụng và đầu tư công. Chênh lệch lãi suất hiện tại vẫn đang diễn biến theo hướng có lợi tỷ giá USDVND.
- 3) Nguồn cung USD trong nước vẫn được duy trì nhờ 1) Giải ngân FDI 2 tháng đầu năm vẫn ổn định với mức tăng 8,8% cho thấy niềm tin của các nhà đầu tư nước ngoài về triển vọng trung và dài hạn của Việt Nam; 2) Mặc dù dự báo thặng dư thương mại có thể thu hẹp so với kỳ vọng vào đầu năm, về mặt cấu trúc, Việt Nam khả năng cao vẫn duy trì được thặng dư thương mại lớn trong năm nay nhờ 70% nhập khẩu của Việt Nam là đến từ khối FDI chủ yếu phục vụ mục đích xuất khẩu. Hơn nữa, dòng vốn đầu tư vào lĩnh vực điện tử và công nghệ cao những năm gần đây đã giúp cơ cấu xuất khẩu dịch chuyển sang nhóm hàng có giá trị lớn hơn, qua đó nâng tính ổn định cho thặng dư thương mại; 3) Triển vọng nâng hạng thị trường có thể thu hút dòng vốn mới và tạo thêm nguồn cung USD.

Hình 10: DXY đảo chiều khiến áp lực tỷ giá gia tăng



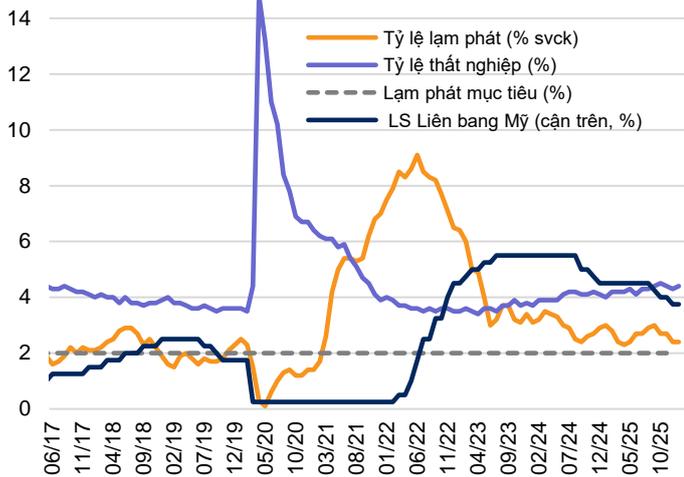
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Fed có thể chỉ hạ lãi suất 1 lần vào tháng 9/2026

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375
3/18/2026	0.00 %	0.00 %	1.66 %	98.34 %
4/29/2026	0.00 %	0.00 %	12.00 %	88.00 %
6/17/2026	0.00 %	0.00 %	37.76 %	62.24 %
7/29/2026	0.00 %	0.00 %	57.00 %	43.00 %
9/16/2026	0.00 %	0.00 %	80.50 %	19.50 %
10/28/2026	0.00 %	0.00 %	96.00 %	4.00 %
12/9/2026	0.00 %	19.56 %	80.44 %	0.00 %
1/27/2027	0.00 %	23.00 %	77.00 %	0.00 %
3/17/2027	0.00 %	32.79 %	67.21 %	0.00 %
4/28/2027	0.00 %	36.00 %	64.00 %	0.00 %
6/9/2027	0.00 %	49.79 %	50.21 %	0.00 %
7/28/2027	0.00 %	52.00 %	48.00 %	0.00 %
9/15/2027	0.00 %	58.78 %	41.22 %	0.00 %
10/27/2027	7.00 %	93.00 %	0.00 %	0.00 %
12/8/2027	0.00 %	78.70 %	21.30 %	0.00 %

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Lạm phát thấp hơn trong khi thất nghiệp Mỹ hiện tại cao hơn so với giai đoạn 2022



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Gap lãi suất tiền đồng so với USD cải thiện



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Trái phiếu Chính phủ

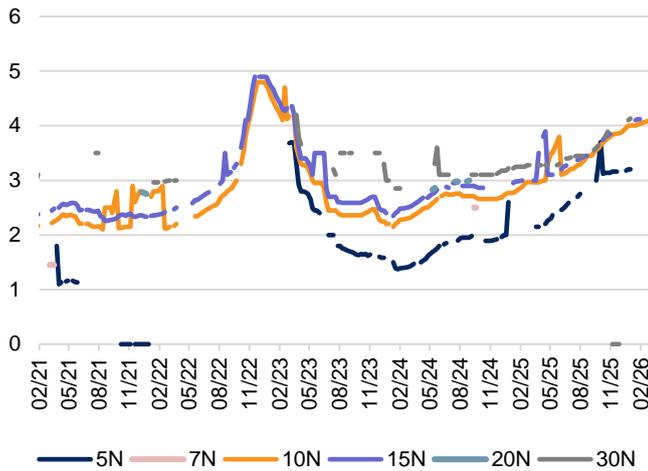
Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCP tháng 2 cải thiện dù bị gián đoạn bởi kỳ nghỉ Tết

Trong tháng 2/2026, KBNN đã phát hành thành công 34,5 nghìn tỷ đồng TPCP, với tỷ lệ trúng thầu đạt 66,3%, cải thiện so với tháng trước 42,7%. Mặc dù bị gián đoạn kỳ nghỉ tết dài, khối lượng phát hành vẫn tăng 32,4% so với tháng trước nhờ lợi suất trúng thầu tiếp tục cải thiện. Toàn bộ lượng phát hành tháng 2 là TPCP kỳ hạn 10 năm, với lợi suất trúng thầu trong khoảng 4,5% - 4,9%, bình quân tăng ~ 7 điểm cơ bản so với tháng trước.

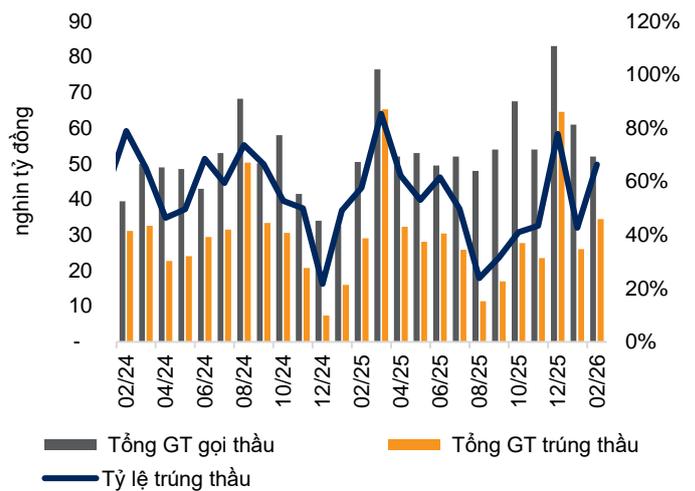
Lũy kế 2 tháng đầu năm, KBNN đã phát hành 60,5 nghìn tỷ đồng TPCP, tăng 34,2% svck, hoàn thành 55% KHPH quý 1 và 12,1% KHPH cả năm.

Hình 14: Lợi suất TPCP thị trường sơ cấp



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Phát hành TPCP tháng 2 cải thiện



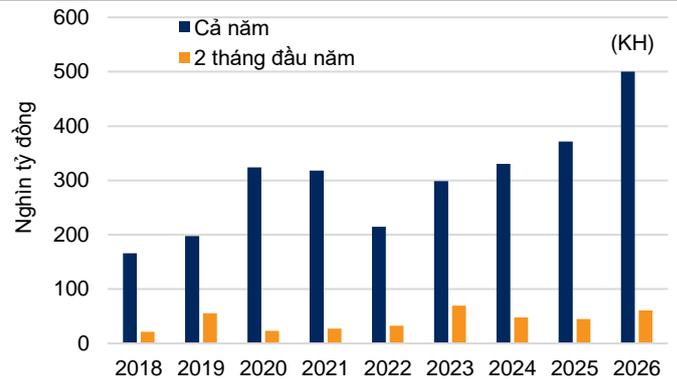
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Phát hành TPCP trong tháng 2T2026

Kỳ hạn	Tháng 2/2026	2T2026	% KHPH Q1/2026
5	-	500	2,9%
7	-	-	0,0%
10	34.495	59.191	91,1%
15	-	850	5,0%
20	-	-	0,0%
30	-	-	0,0%
Tổng cộng	34.495	60.541	55,0%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: KH phát hành TPCP năm 2026 tăng 35% sv thực hiện 2025



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

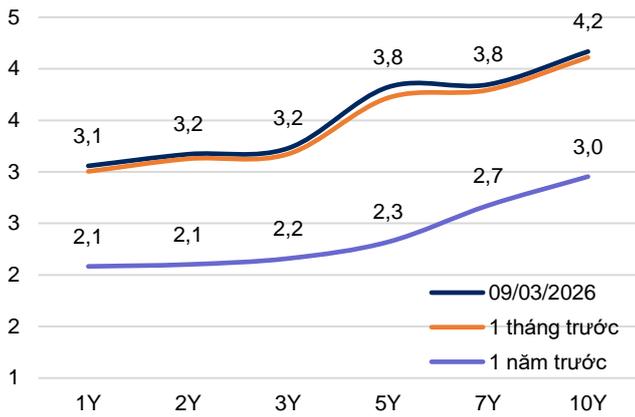
Thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP tiếp tục tăng dần

Lãi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng trong một năm qua. Lãi suất TPCP đầu tháng 3 tháng lần lượt lên 3,8% (+20 điểm cơ bản so với tháng trước và 150 điểm cơ bản svck) đối với kỳ hạn 5 năm và 4,2% (+10 điểm cơ bản so với tháng trước và 110 điểm cơ bản svck). Diễn biến này đồng pha với đợt nhích tăng của LSHĐ tại nhóm ngân hàng quốc doanh và biến động mạnh của LSLNH, cho thấy thị trường vẫn tiếp tục phản ánh kỳ vọng chi phí vốn cao hơn.

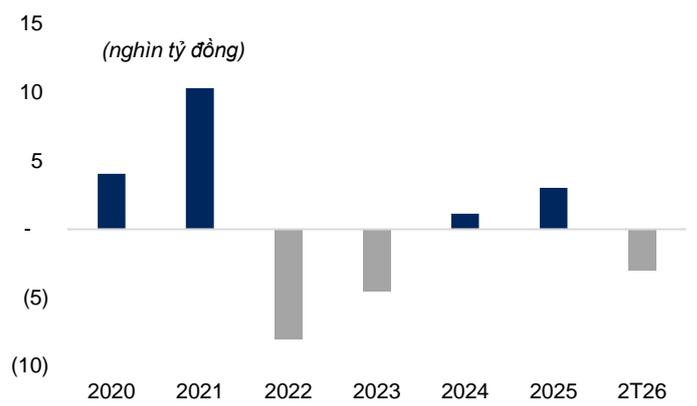
Nhà đầu nước ngoài tiếp tục bán ròng mạnh 1,07 nghìn tỷ đồng trong tháng 2, mức bán ròng theo tháng cao thứ trong vòng 12 tháng qua, chỉ sau tháng 1/2026 (1.96 nghìn tỷ đồng). Tính chung 2 tháng đầu năm, khối ngoại đã bán ròng 3,03 nghìn tỷ đồng trước nhưng bất ổn địa chính trị leo thang trên toàn cầu.

Hình 18: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp (%)



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Mua /bán ròng của khối ngoại



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Rủi ro chính sách có thể khiến lợi suất TPCP tăng mạnh hơn

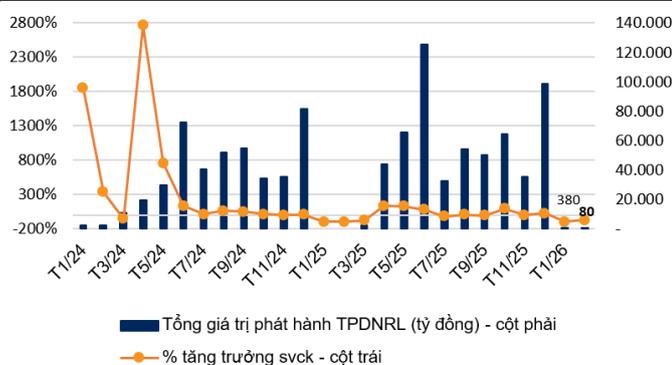
Mặt bằng lãi suất TPCP trong tháng 2 nhìn chung chỉ tăng nhẹ, chủ yếu nhờ NSNN tiếp tục thặng dư lớn đầu năm nên áp lực phát hành TPCP vẫn còn thấp.

Tuy vậy, áp lực tài khóa có thể tăng lên trong thời gian tới khi rủi ro lạm phát và tỷ giá quay trở lại trong bối cảnh địa chính trị leo thang, đặc biệt sau căng thẳng Mỹ – Iran. Những cú sốc này đang làm gia tăng biến động trên thị trường tài chính toàn cầu, qua đó đẩy kỳ vọng lạm phát nội địa lên cao hơn, buộc NHNN ưu tiên ổn định vĩ mô và thu hẹp dư địa nới lỏng tiền tệ. Khi chính sách tiền tệ không thể mở rộng thêm, gánh nặng hỗ trợ tăng trưởng chuyển sang chính sách tài khóa, thông qua đầu tư công và giải ngân, từ đó làm tăng nhu cầu vay của Chính phủ và tạo áp lực lên lợi suất TPCP. Năm 2026, Chính phủ dự kiến vay tối đa 967 nghìn tỷ đồng, tăng 19% so với kế hoạch vay 2025. Trong đó, vay từ nguồn phát hành TPCP là 500 nghìn tỷ đồng, tăng 35% so với giá trị phát hành năm 2025.

Trái phiếu doanh nghiệp

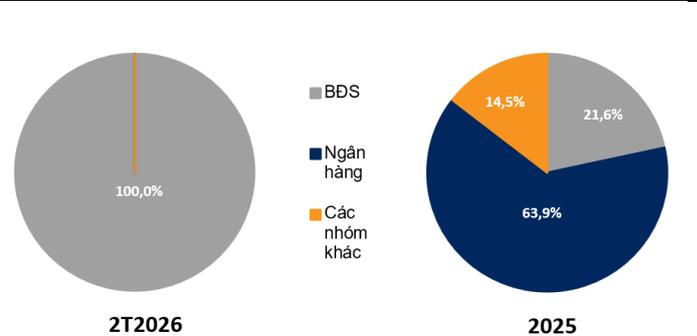
Hoạt động phát hành riêng lẻ tiếp tục trầm lắng

Hình 20: Giá trị TPDN phát hành riêng lẻ (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: TPDN phát hành riêng lẻ theo ngành

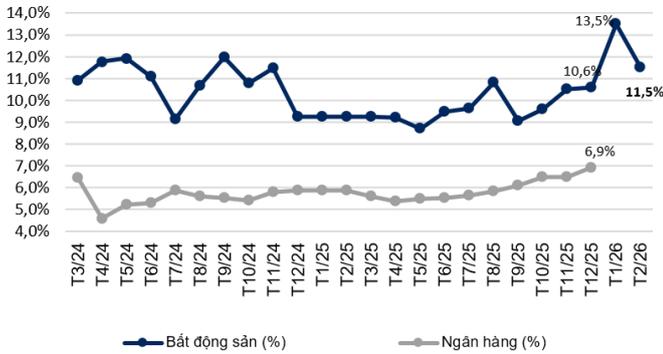


Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Theo dữ liệu tổng hợp, trong T2/26 chỉ ghi nhận duy nhất một đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ thành công, với giá trị 80 tỷ đồng, giảm 79,1% so với tháng trước. Lũy kế 2T26, tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt 460 tỷ đồng. Trên

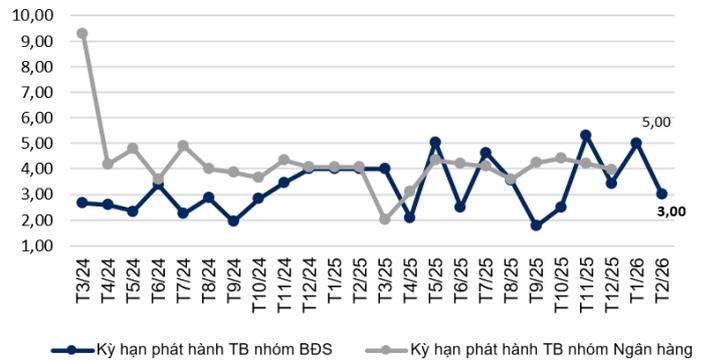
thực tế, hoạt động phát hành TPDN thường có xu hướng trầm lắng trong giai đoạn đầu năm; điển hình là hai tháng đầu năm 2025 không ghi nhận bất kỳ đợt phát hành riêng lẻ nào.

Hình 22: Lãi suất phát hành TPDNRL bình quân (%)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

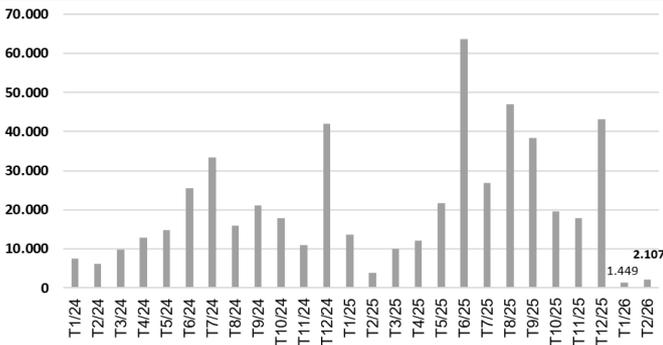
Hình 23: Kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân (năm)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

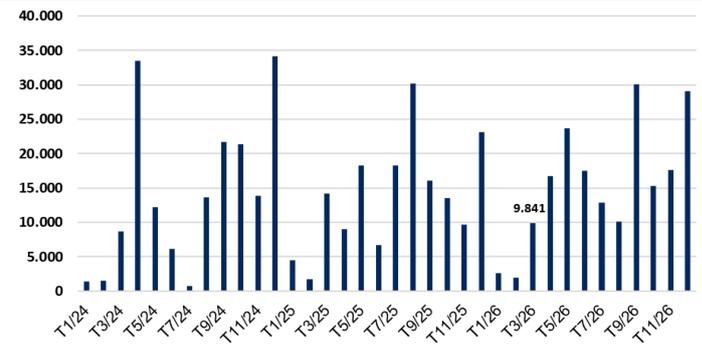
Đợt phát hành TPDN riêng lẻ duy nhất trong T2/26 thuộc về một doanh nghiệp BĐS có lãi suất phát hành là 11,5%/năm và kỳ hạn 3 năm.

Hình 24: Lượng TPDN mua lại trước hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Lượng TPDN đáo hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động mua lại trước hạn TPDN tiếp tục chậm lại trong T2/26 với tổng giá trị TPDN riêng lẻ được mua lại trước hạn đạt hơn 2,1 nghìn tỷ đồng, tăng 45,4% so với tháng trước tuy nhiên thấp hơn 45,5% svck. BĐS là nhóm đứng đầu về giá trị TPDN mua lại trong T2/26 với tổng giá trị mua lại đạt gần 1,3 nghìn tỷ đồng, chiếm 61,1% tổng giá trị TPDN được mua lại trước hạn trong T2/26.

Theo số liệu của chúng tôi trong T3/26 sẽ có khoảng hơn 9,8 nghìn tỷ đồng TPDN riêng lẻ đáo hạn, tăng mạnh so với 2 tháng đầu năm. Áp lực TPDN đáo hạn bắt đầu gia tăng trở lại trong tháng 3 và tiếp tục gia tăng trong các tháng tiếp theo.

Hình 26: Danh sách các đợt phát hành TPDN trong T2/26

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 Thiên Phúc INVEST	Bất động sản	06/02/2026	80	3,0	11,5

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 – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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