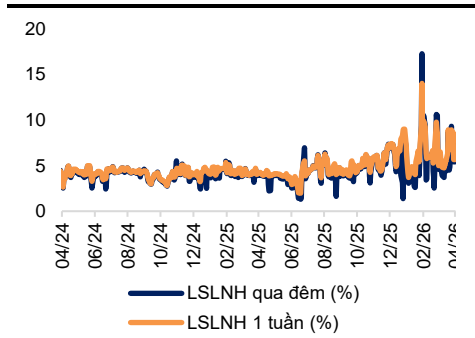


Báo cáo Trái phiếu – Tiền tệ

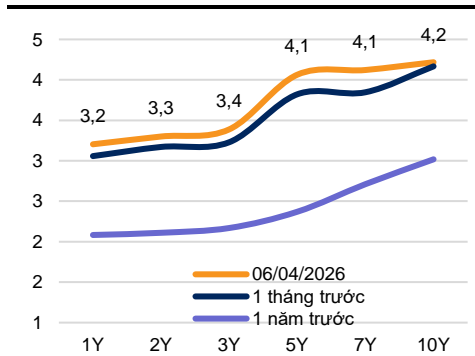
NHNN tiếp tục can thiệp để ổn định tỷ giá và lãi suất

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



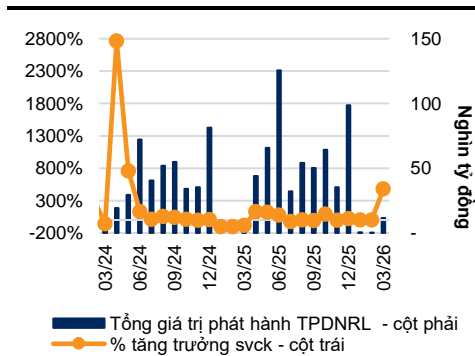
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

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

Điểm nhấn vĩ mô

- **Sản xuất giảm tốc, lạm phát tăng mạnh.** GDP Việt Nam Q1/26 tăng 7,8% svck, cải thiện so với 7,1% của Q1/25, nhờ động lực chính từ công nghiệp và xây dựng (+8,9%), đặc biệt là chế biến, chế tạo (+9,7%), cùng khu vực dịch vụ (+8,2%). Tuy nhiên, sản xuất có dấu hiệu giảm tốc trong tháng 3 khi IIP và PMI cùng hạ nhiệt do chi phí đầu vào tăng dưới tác động của giá dầu. Thương mại tiếp tục tăng trưởng hai chữ số nhưng phụ thuộc lớn vào khu vực FDI, trong khi nhập siêu mở rộng. Lạm phát bắt đầu tăng nhanh hơn và có thể lên ~5% trong Q2 nếu giá dầu duy trì ở mức cao. Đầu tư công còn chậm, chỉ mới đạt 14,5% so với kế hoạch, trong khi FDI là điểm sáng với vốn giải ngân tăng 9,0% trong Q1/26.
- **Quốc hội khóa XVI đã hoàn tất bầu cử** với tổng Bí thư Tô Lâm giữ chức Chủ tịch nước, và ông Lê Minh Hưng được bầu làm Thủ tướng Chính phủ. Quốc hội khóa XVI đã kiện toàn bộ máy lãnh đạo nhiệm kỳ 2026–2031, qua đó gỡ bỏ trạng thái chờ đợi về chính sách và tạo điều kiện để đẩy nhanh các khâu giám sát, phê duyệt và thực thi. Diễn biến này có thể giúp hỗ trợ ổn định thị trường tiền tệ và mở dư địa tăng tốc giải ngân đầu tư công trong các quý tới.

Thị trường tiền tệ

- **Tăng trưởng tín dụng giảm tốc trong tháng 3**, chỉ đạt 2,15% (tính đến 24/3/2026), thấp hơn so với mức tăng 2,28% cùng thời điểm năm 2025.
- **NHNN yêu cầu các TCTD ổn định lãi suất.** Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân toàn thị trường tăng lên ~6,05% (tính đến 2/4/2026), tương ứng ~70 điểm cơ bản so với đầu năm đối với cả nhóm ngân hàng quốc doanh và nhóm ngân hàng tư. Song song, lãi suất cho vay bình quân của các NHTM trong nước trong tháng 2 ở mức 7,1% - 9,0%, tương ứng tăng ~40 điểm cơ bản so với tháng 12/2025. Trong bối cảnh đó, NHNN yêu cầu các TCTD ổn định lãi suất. Chúng tôi kỳ vọng động thái này sẽ giúp kiềm hãm đã tăng lãi suất huy động trong tháng tới và tiến tới ổn định lãi suất trong nửa cuối năm 2026.
- **NHNN bơm hút ròng linh hoạt trên OMO.** NHNN đã hút ròng 122 nghìn tỷ đồng qua OMO trong 3 tuần đầu T3/26, nhưng đã bơm ròng 109 nghìn tỷ đồng chỉ trong tuần 30/3 – 3/4/2026, đưa tổng tổng bơm ròng lũy kế trở lại ~360 nghìn tỷ đồng. Sau động thái bơm ròng của NHNN, LSLNN đã ổn định về mức 5% - 6%.
- **Đà tăng tỷ giá chứng lại.** Tỷ giá USD giao dịch trong vùng 26.330–26.350 đồng/USD, tăng ~1,7% so với đáy đầu tháng 2 và 0,2% so với cuối năm 2025. Đà tăng tỷ giá xu hướng chứng lại sau khi NHNN can thiệp bằng các hợp đồng USD kỳ hạn có hủy ngang. Bên cạnh đó, giá dầu giảm mạnh 15% chỉ còn 90 USD/thùng và chỉ số DXY suy yếu sau khi tổng thống Trump phát tín hiệu tạm dừng leo thang xung đột tại Trung Đông đã góp phần hỗ trợ tình hình tỷ giá trong nước trong những ngày đầu tháng 4. Dù vậy, thị trường tiếp tục thận trọng về lộ trình lãi suất của Fed với xác suất không cắt giảm lên đến 95% theo CME.

Trái phiếu Chính phủ (TPCP)

- **Phát hành TPCP Q1/26 chậm lại** khi lũy kế mới đạt 80,1 nghìn tỷ đồng, ~ 16% kế hoạch cả năm, giảm 27,5% svck. Nguyên nhân chính đến từ kỳ vọng lãi suất tăng dưới áp lực lạm phát và tỷ giá, khiến tỷ lệ trúng thầu giảm mạnh. Trong khi đó, lãi suất TPCP trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng với lãi suất kỳ hạn 10 năm giao dịch ở mức 4,2% (tăng nhẹ 5 điểm cơ bản so với tháng trước và 120 điểm cơ bản svck).

Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN)

- Tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt 12 nghìn tỷ đồng trong Q1/26, gấp 6 lần so với Q1/25. Trong đó, chỉ riêng lượng phát hành của công ty TNHH Đầu tư Marina Center, thuộc lĩnh vực BĐS đã chiếm 10,1 nghìn tỷ đồng, với lãi suất phát hành 4% cho kỳ hạn 10 năm, khiến lợi suất phát hành bình quân gia quyền trong tháng 3 giảm mạnh. Dù vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng hoạt động phát hành TPDNRL tiếp tục khởi sắc trong các quý tới.

Chuyên viên phân tích

Trương Thanh Nguyên

Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn

Điểm nhấn vĩ mô

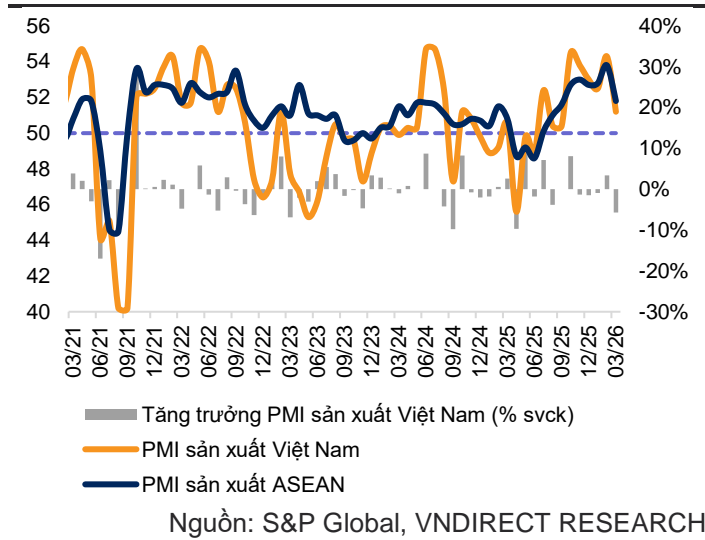
Sản xuất tháng 3 giảm tốc, lạm phát tăng mạnh

- Tăng trưởng GDP Việt Nam Q1/26 đạt 7,8% svck.** Tốc độ tăng trưởng có sự cải thiện so với mức 7,1% trong Q1/25 (từ Q1/26, tổng sản phẩm trong nước theo giá so sánh được tính theo năm gốc 2020). Động lực tăng trưởng chính đến từ Công nghiệp và xây dựng với mức tăng 8,9% svck, trong đó công nghiệp chế biến, chế tạo tăng 9,7% svck. Khu vực Dịch vụ tăng 8,2% svck, nổi bật là bán buôn & bán lẻ (+9,6%), vận tải kho bãi (+8,9%), Nghệ thuật, giải trí (+9,72%) và Hoạt động chính trị, xã hội, quốc phòng, an ninh (9,62%). Tuy nhiên, lĩnh vực Bất động sản tiếp tục tăng trưởng chậm, chỉ đạt 4,7% svck. Nông, lâm nghiệp và thủy sản tăng 3,6% svck, xấp xỉ các quý trước.
- Sản xuất có tháng 3 có dấu hiệu giảm tốc.** Chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) quý 3 tăng 9% svck, tuy nhiên tăng trưởng IIP tháng 3 đã giảm tốc, chỉ đạt 6,9% svck. Trong đó, IIP ngành chế biến chế tạo tăng 9,7% trong quý 1, nhưng chỉ tăng 7,5% trong tháng 3. Bên cạnh đó, PMI ngành sản xuất Việt Nam do S&P Global công bố tiếp tục duy trì trên ngưỡng 50,0 trong tháng 3, qua đó kéo dài chuỗi cải thiện điều kiện kinh doanh lên chín tháng liên tiếp. Tuy nhiên, PMI đã giảm xuống 51,2 điểm từ mức 54,3 điểm của tháng 2, cho thấy mức độ cải thiện điều kiện hoạt động là yếu nhất kể từ tháng 9 năm ngoái. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc giá dầu tăng, kéo theo chi phí vận chuyển, nhiên liệu và logistics gia tăng. Theo đó, gần 50% doanh nghiệp được khảo sát ghi nhận chi phí đầu vào tăng trong tháng 3, với tốc độ lạm phát chi phí là cao nhất kể từ tháng 4/2022. Sản lượng và đơn hàng mới vẫn duy trì trong vùng mở rộng trong tháng 3, song tốc độ tăng đã chậm lại đáng kể. Đáng chú ý, đơn hàng xuất khẩu mới được báo cáo giảm mạnh sau khi đi ngang trong tháng 2.
- Xuất nhập khẩu vẫn tăng trưởng hai chữ số nhờ khu vực FDI.** Xuất khẩu và nhập khẩu tháng 3 lần lượt tăng 20,1% svck và 27,8% svck. Tính chung Q1/26, xuất nhập khẩu lần lượt đạt 122,9 tỷ USD (+19,1%) và 126,6 tỷ USD (+27%). Tuy nhiên, động lực chính vẫn chủ yếu đến từ khối doanh nghiệp FDI với mức tăng 36,5% svck trong khi xuất khẩu của khu vực kinh tế trong nước giảm 20,1%. Ngoài ra, nhập khẩu tiếp tục tăng nhanh hơn xuất khẩu khiến thâm hụt thương mại lũy kế mở rộng lên 3,6 tỷ USD (trong đó nhập siêu tháng 3 là 677 triệu USD).
- Bán lẻ xăng dầu tăng mạnh trong tháng 3.** Đáng chú ý, tăng trưởng tổng mức bán lẻ hàng hóa trong tháng 3 lại tăng tốc lên 12,1% trong tháng giúp tăng trưởng cả đạt 10,9%, nếu loại trừ yếu tố giá, tăng 7,0%. Dù vậy, tăng trưởng bán lẻ tháng 3 cải thiện chủ yếu nhờ doanh thu doanh thu nhóm hàng xăng, dầu tăng 23,3%. Với triển vọng lạm phát hiện tại, chúng tôi cho rằng hoạt động bán lẻ có thể khó giữ được đà tăng này.
- Đầu tư công còn chậm, giải ngân FDI tăng trưởng ổn định.** Vốn đầu công thực hiện từ NSNN trong quý 1 vẫn còn chậm, chỉ đạt 133 nghìn tỷ đồng (tăng 12,1% svck), tương đương 14,5% so với KH cả năm (917,6 nghìn tỷ đồng). Tuy nhiên điểm sáng đến từ vốn đầu từ FDI với tổng vốn đăng ký đạt 15,20 tỷ USD, tăng 42,9% svck nhờ FDI đăng ký mới tăng gấp 2,4 lần. FDI thực hiện tiếp tục tăng trưởng ổn định 9%, đạt 5,4 tỷ USD.
- Lạm phát bắt đầu phản ánh chi phí xăng dầu gia tăng.** Lạm phát tháng 3 tăng mạnh 1,23% svtt và 4,65% svck trước đà tăng của giá nguyên liệu thế giới. Giá xăng và giá dầu diesel bình quân tháng 3 đã tăng lần lượt 29,7% và 57% svtt khiến CPI nhóm giao thông tăng 12,8% svtt, đóng góp

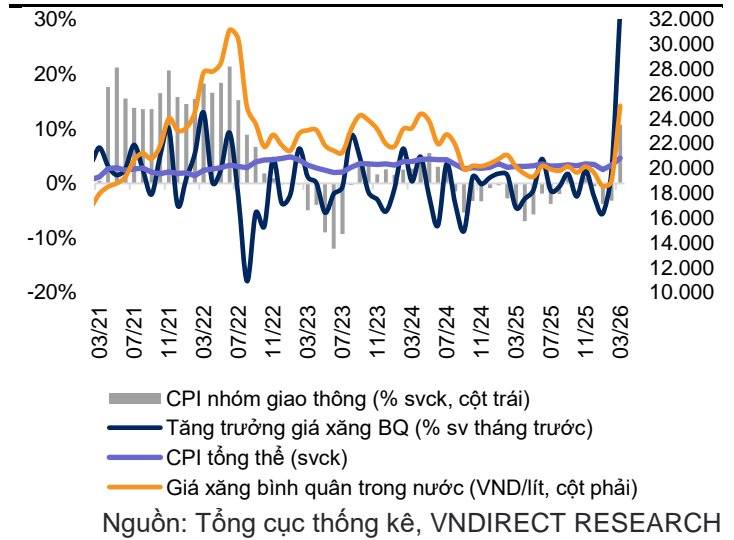
1,28 điểm % vào CPI chung. Lạm phát bình quân quý 1 hiện chỉ mới tăng 3,51%. Tuy nhiên, nếu giá dầu tiếp tục neo cao quanh vùng hiện tại, chúng tôi ước tính lạm phát bình quân quý 2 có thể tăng lên mức ~5%.

- **Quốc hội khóa XVI đã hoàn tất bầu cử bộ máy lãnh đạo cấp cao của Nhà nước cho nhiệm kỳ 2026–2031.** Tổng Bí thư Tô Lâm được bầu giữ chức Chủ tịch nước, trong khi ông Lê Minh Hưng được bầu làm Thủ tướng Chính phủ. Việc Quốc hội hoàn tất bầu cử và hoàn thiện bộ máy lãnh đạo giúp gỡ bỏ trạng thái chờ đợi về mặt chính sách, qua đó tạo dư địa để đẩy nhanh các khâu giám sát, quản lý, phê duyệt và thực thi, qua đó hỗ trợ ổn định thị trường tiền tệ và củng cố niềm tin của khu vực doanh nghiệp. Đồng thời, khi các nút thắt về thủ tục được xử lý quyết liệt hơn, tiến độ giải ngân đầu tư công có thể tăng tốc, qua đó đóng vai trò trụ cột cho tăng trưởng kinh tế trong giai đoạn tới.

Hình 4: PMI sản xuất tháng 3 giảm tốc



Hình 5: Giá xăng dầu leo thang gây áp lực lạm phát



Thị trường tiền tệ

Tăng trưởng tín dụng có dấu hiệu chậm lại

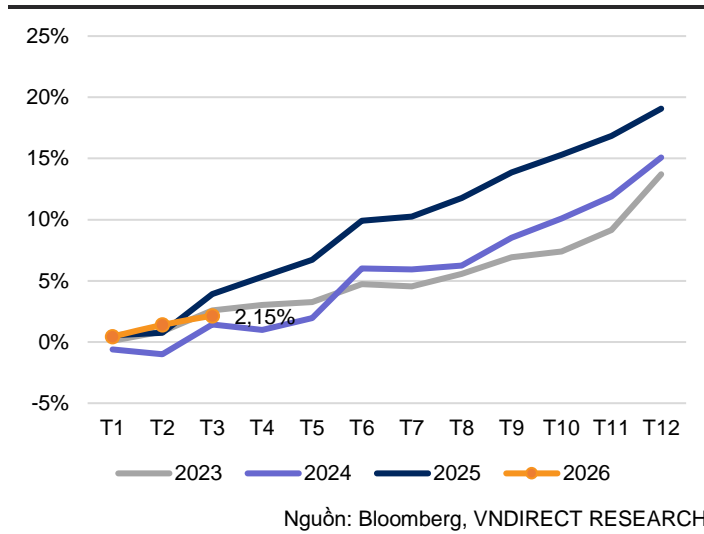
Tính đến thời điểm 24/3/2026, tăng trưởng tín dụng của nền kinh tế đạt 2,15%, thấp hơn so với mức tăng 2,28% cùng thời điểm năm 2025. Tổng phương tiện thanh toán tăng 1,04% so với cuối năm 2025 (cùng thời điểm năm 2025 tăng 1,89%). Chúng tôi ước tính tổng vốn bơm qua kênh tín dụng trong tháng 3 ~139 nghìn tỷ, giảm 21,7% so với tháng trước và 30% svck. Bên cạnh việc mặt bằng lãi suất gia tăng, triển vọng kinh tế bất định hơn đã ảnh hưởng đến nhu cầu tín dụng, phía cung tín dụng cũng bị giới hạn do một số ngân hàng đã sử dụng hết hạn mức tín dụng phân bổ trong quý. Tính chung Q1/26, tổng vốn tăng thêm qua cho vay tín dụng ~400 nghìn tỷ, tăng 12% svck.

Lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng bình quân toàn thị trường tăng lên ~6,05% (tính đến 2/4/2026), tương ứng ~70 điểm cơ bản so với đầu năm. Cả nhóm ngân hàng quốc doanh và nhóm ngân hàng tư nhân đều ghi nhận mức tăng ~70 điểm cơ bản, cho thấy áp lực thanh khoản mang tính hệ thống hơn là riêng lẻ. Theo báo cáo của NHNN, lãi suất cho vay bình quân của các NHTM trong nước trong tháng 2 ở mức 7,1% - 9,0%, tương ứng tăng ~40 điểm cơ bản so với tháng 12/2025.

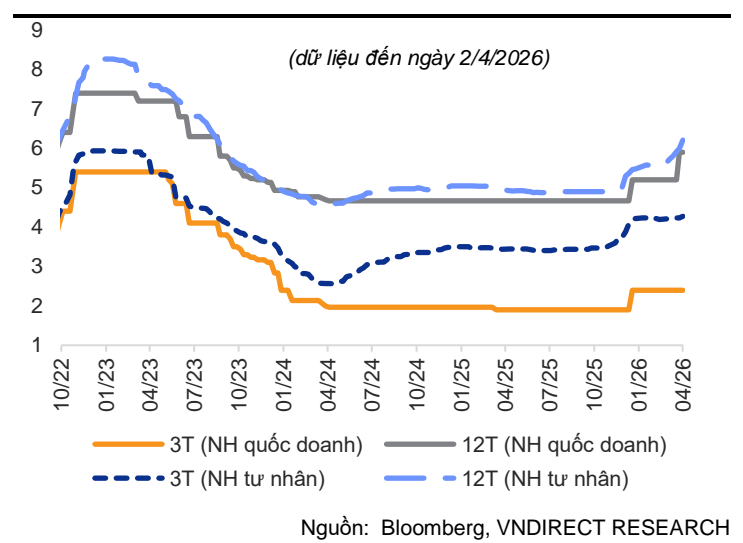
NHNN yêu cầu các TCTD ổn định lãi suất

Ngày 30/3, NHNN đã có công văn yêu cầu các TCTD tập trung triển khai các giải pháp để ổn định mặt bằng lãi suất, góp phần ổn định thị trường tiền tệ. NHNN đề nghị các TCTD cân đối nguồn vốn – sử dụng vốn đảm bảo thanh khoản và khả năng chi trả của TCTD, không gây xáo trộn mặt bằng lãi suất thị trường, hướng tín dụng vào các lĩnh vực sản xuất kinh doanh, lĩnh vực ưu tiên, các động lực tăng trưởng kinh tế. NHNN cho biết sẽ theo dõi chặt chẽ diễn biến lãi suất tiền gửi và cho vay, việc công bố lãi suất cho vay trên trang thông tin điện tử của TCTD và tăng cường công tác thanh tra, kiểm tra, giám sát việc thực hiện của TCTD đối với chủ trương, chỉ đạo của Chính phủ, Thủ tướng Chính phủ và NHNN về lãi suất tiền gửi và cho vay. Chúng tôi kỳ vọng động thái này sẽ giúp kiềm hãm đã tăng lãi suất huy động trong tháng tới và tiền tới ổn định lãi suất trong nửa cuối năm 2026.

Hình 6: Tăng trưởng tín dụng giảm tốc



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

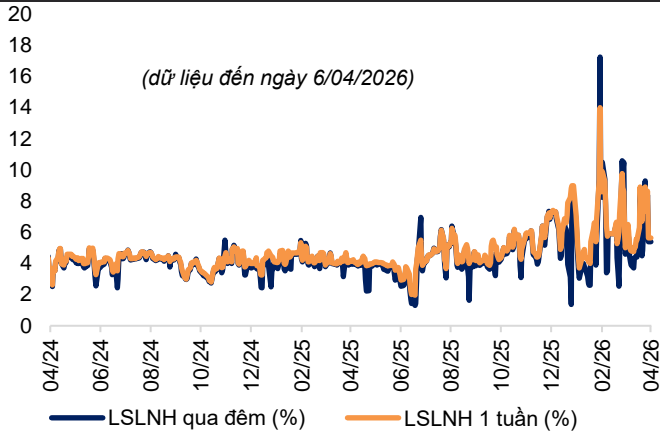


Áp lực thanh khoản quay trở lại vào đầu tháng 4

Do tăng trưởng tín dụng chậm lại, tình hình lãi suất liên ngân hàng trong 3 tuần cuối tháng 3 có xu hướng hạ nhiệt giao dịch phổ biến trong khoảng 4,8% - 5,5%. Tuy nhiên, kể từ cuối tháng 3, đầu tháng 4, khi hạn mức tín dụng được tăng thêm, lãi suất liên ngân hàng qua đêm đã bật tăng trở lại lên mức trên 9%.

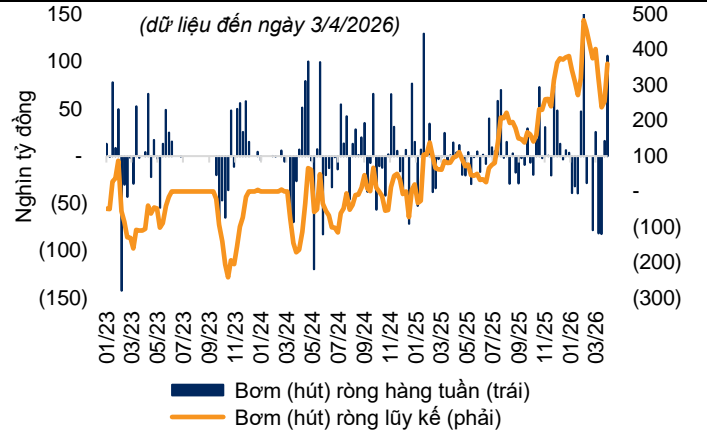
Đồng pha với diễn biến lãi suất liên ngân hàng, từ 2/3 đến 27/3, NHNN đã hút ròng 122 nghìn tỷ đồng qua OMO đưa số dư hợp đồng reverse repo xuống còn ~253 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, chỉ trong tuần 30/3 – 3/4/2026, NHNN đã bơm ròng trở lại 109 nghìn tỷ đồng, đưa tổng giá trị bơm ròng lũy kế trở lại mức ~360 nghìn tỷ đồng. Sau động thái bơm ròng của NHNN, LSLNN đã ổn định trở lại mức 5% - 6%.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng liên tục biến động mạnh



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Bơm/hút ròng của NHNN trên OMO



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Áp lực tỷ giá gia tăng do Fed trì hoãn chu kỳ giảm lãi suất

Kể từ cuối tháng 2/26, thời điểm xung đột tại Trung Đông leo thang nhanh chóng với sự tham gia trực tiếp của Mỹ và Israel tại Iran, tỷ giá USD/VND đã quay đầu tăng rõ rệt sau giai đoạn đi ngang trong tháng 1/26 – đầu tháng 2/26. Ngày 24/03/2026, NHNN bán ngoại tệ kỳ hạn 180 ngày có hủy ngang cho các TCTD có trạng thái ngoại tệ âm với giá thực hiện là 26.850 VND/USD. Động thái can thiệp Tính đến đầu tháng 4, tỷ giá duy trì quanh 26.330–26.350 đồng/USD, tăng ~1,7% so với đáy đầu tháng 2 và 0,2% so với cuối năm 2025.

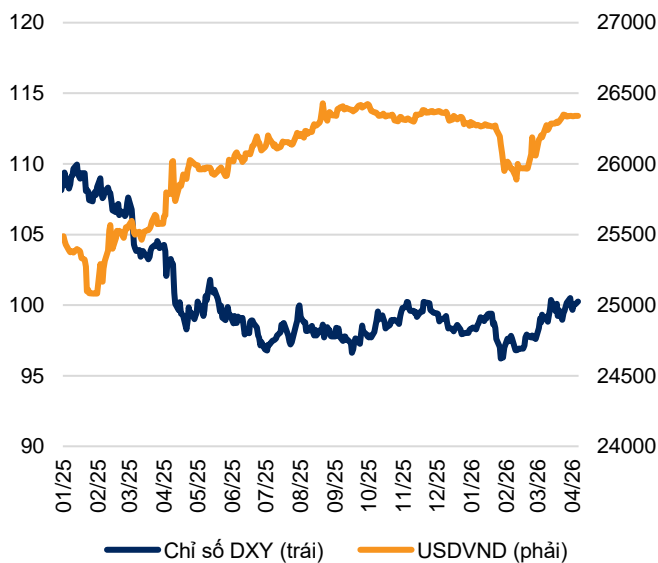
Sự leo thang của xung đột Trung Đông đã kích hoạt nhu cầu nắm giữ tài sản an toàn, trong đó USD lấy lại vai trò trú ẩn truyền thống. Chỉ số DXY đã phục hồi mạnh từ vùng 98–99 cuối tháng lên trên mốc 100 trong tháng 3, tăng ~2,1% từ đầu năm. Tại cuộc họp ngày 18/3, Fed quyết định giữ nguyên lãi suất ở mức 3,5–3,75%, đồng thời nhấn mạnh bất định từ xung đột Trung Đông, đặc biệt qua kênh giá dầu và kỳ vọng lạm phát. Biểu đồ chấm của Fed cho thấy triển vọng lãi suất của Fed về cơ bản không thay đổi so với tháng 12, khi phần lớn các quan chức vẫn dự báo có ít nhất một lần cắt giảm 25 điểm cơ bản trong năm nay. Dự báo trung vị tiếp tục cho thấy lãi suất điều hành ở mức 3,4% vào cuối năm 2026 và 3,1% trong năm 2027, và dự kiến duy trì ở mức này đến năm 2028. Tuy nhiên với căng thẳng tại Trung Đông tiếp tục leo thang đã đẩy giá dầu vượt mức 110 USD trong những ngày cuối tháng 3, đầu tháng 4 khiến triển vọng cắt giảm lãi suất của Fed trong năm nay trở nên mờ nhạt hơn. Dữ liệu từ CME Fed Watch cập nhật ngày 6/4 cho thấy 95% xác suất Fed sẽ giữ nguyên lãi suất trong năm nay và có thể giữ ở mức này cho đến ít nhất tháng 7 năm sau.

Fed cũng nâng dự báo lạm phát 2026 lên 2,7% từ mức dự báo 2,5% hồi tháng 12/2025. Ở chiều ngược lại, Fed trở nên tích cực hơn đối với triển vọng tăng trưởng kinh tế. Dự báo tăng trưởng GDP được nâng nhẹ lên 2,4%, trong khi tỷ lệ thất nghiệp dự kiến duy trì ở mức 4,4%. Dự báo tăng trưởng cho giai đoạn 2026–28 cũng được điều chỉnh tăng, và Fed nâng ước tính tăng trưởng dài hạn từ 1,8% lên 2,0%, cho thấy nền kinh tế Mỹ vẫn thể hiện khả năng chống chịu nhất định dù mặt bằng lãi suất ở mức cao. Chủ tịch Powell cũng lưu ý rằng giá dầu cao hơn có thể tạo áp lực lên nền kinh tế, dù tác động này có thể được bù đắp phần nào nhờ sản lượng năng lượng nội địa mạnh, trong bối cảnh Mỹ hiện là quốc gia xuất khẩu năng lượng ròng.

Xung đột Trung Đông tạm ngừng leo thang có thể hỗ trợ tỷ giá tháng 4

Trong diễn biến mới nhất, tổng thống Donald Trump trì hoãn lời đe dọa tấn công cơ sở hạ tầng dân sự của Iran thêm hai tuần trong điều mà ông mô tả là "lệnh ngừng bắn hai mặt", phụ thuộc vào việc Iran mở cửa trở lại eo biển Hormuz. Ông Trump cũng cho biết Mỹ đã nhận được đề xuất 10 điểm từ Iran mà ông mô tả là "cơ sở khả thi cho các cuộc đàm phán", với khoảng thời gian hai tuần cho phép thỏa thuận tiềm năng được hoàn tất và thực hiện. Ngoài ra, Iran đã đồng ý mở lại eo biển Hormuz trong hai tuần với điều kiện tất cả các cuộc tấn công bị dừng lại, đồng thời nói thêm rằng quá cảnh sẽ cần được phối hợp với Lực lượng Vũ trang Iran, trong khi Israel cũng được cho là đã đồng ý với lệnh ngừng bắn tạm thời. Diễn biến này đã khiến giá dầu giảm mạnh 15% ngày 7/4, xuống chỉ còn hơn 90 USD/thùng, trong khi chỉ số số lùi về mức 99.x.

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



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Fed có thể duy trì lãi suất cao lâu hơn

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400
4/29/2026	0.00 %	0.00 %	99.48 %	0.52 %
6/17/2026	0.00 %	3.48 %	96.52 %	0.00 %
7/29/2026	0.00 %	3.48 %	96.52 %	0.00 %
9/16/2026	0.00 %	0.00 %	97.80 %	2.20 %
10/28/2026	0.00 %	0.00 %	94.48 %	5.52 %
12/9/2026	0.00 %	5.19 %	94.81 %	0.00 %
1/27/2027	0.00 %	7.48 %	92.52 %	0.00 %
3/17/2027	0.00 %	10.48 %	89.52 %	0.00 %
4/28/2027	0.00 %	10.48 %	89.52 %	0.00 %
6/9/2027	0.00 %	24.41 %	75.59 %	0.00 %
7/28/2027	0.00 %	35.48 %	64.52 %	0.00 %
9/15/2027	0.00 %	54.82 %	45.18 %	0.00 %
10/27/2027	6.48 %	93.52 %	0.00 %	0.00 %
12/8/2027	29.40 %	70.60 %	0.00 %	0.00 %

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Trái phiếu Chính phủ

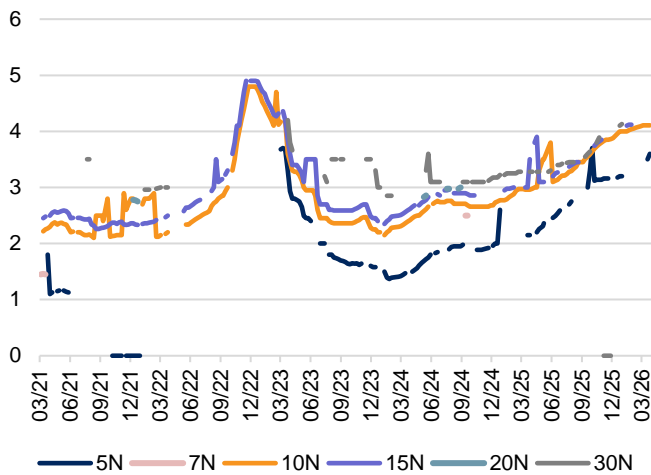
Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCP quý 1 chỉ đạt 16% kế hoạch cả năm

Trong tháng 3/2026, KBNN đã tổ chức gọi thầu 54 nghìn tỷ nhưng tổng giá trị phát hành thành công chỉ đạt 19,6 nghìn tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ trúng thầu 36,2%, giảm mạnh từ mức 66,3% của tháng trước. Phần lớn lượng phát hành tháng 3 là TPCP kỳ hạn 10 năm, với lợi suất trúng thầu 4,11%, gần như không đổi so với tháng trước. Lãi suất trúng thầu không tăng trong bối cảnh kỳ vọng môi trường lãi suất trên thị trường đã tăng lên trước rủi ro lạm phát và tỷ giá là nguyên nhân chính khiến khối lượng phát hành giảm mạnh.

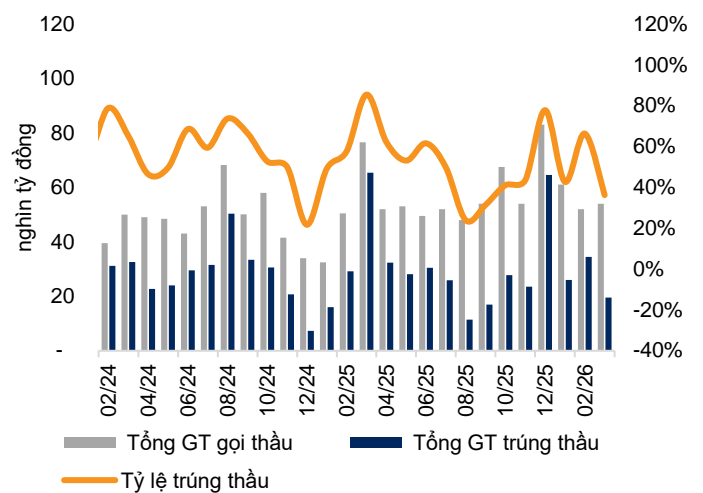
Lũy kế 3 tháng đầu năm, KBNN đã phát hành 80,1 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm mạnh 27,5% svck, hoàn thành 72,8% KHPH quý 1 và 16% KHPH cả năm. Đáng chú ý, 98% lượng phát hành thành công trong quý 1 là TPCP 10 năm, vượt 21% mục tiêu phát hành trong quý và hoàn thành 34% KHPH cả năm trong khi các kỳ hạn chỉ đạt 0% - 1% KHPH cả năm.

Hình 12: Lợi suất trúng TPCP tháng 3 đi ngang



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Lượng TPCP trúng thầu tháng 3 giảm mạnh



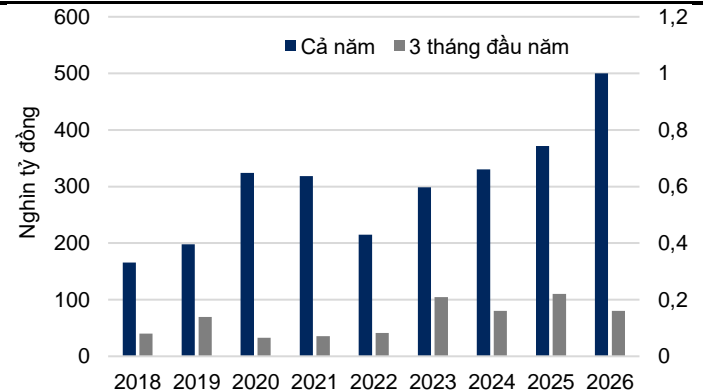
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Phát hành TPCP Q1 chỉ đạt 16% KHPH cả năm

Kỳ hạn	Tháng 3/2026	3T2026	%KHPH Q1/26	% KHPH 2026
5	140	640	3,8%	0,6%
7	-	-	0,0%	0,0%
10	19.320	78.511	120,8%	34,1%
15	100	950	5,6%	1,1%
20	-	-	0,0%	0,0%
30	-	-	0,0%	0,0%
Tổng cộng	19.560	80.101	72,8%	16,0%

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Phát hành TPCP Q1 giảm 27% svck



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

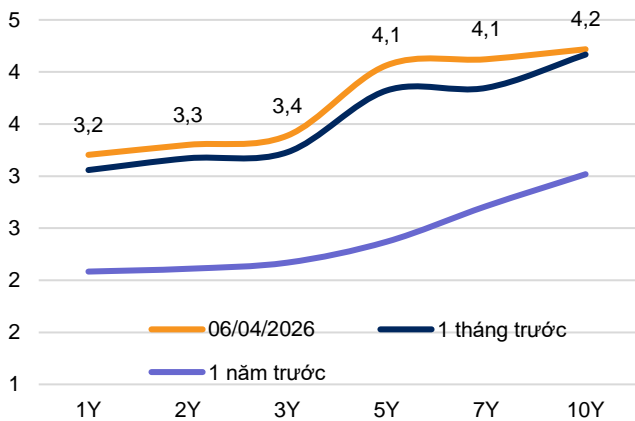
Thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP tiếp tục tăng dần

Lãi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) trên thị trường thứ cấp duy trì xu hướng tăng. Tại ngày 6/4, lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm giao dịch ở mức 4,1% (tăng 24 điểm cơ bản so với tháng trước và 169 điểm cơ bản svck); lãi suất kỳ hạn 10 năm giao dịch ở mức 4,2% (tăng nhẹ 5 điểm cơ bản so với tháng trước và 120 điểm cơ bản svck).

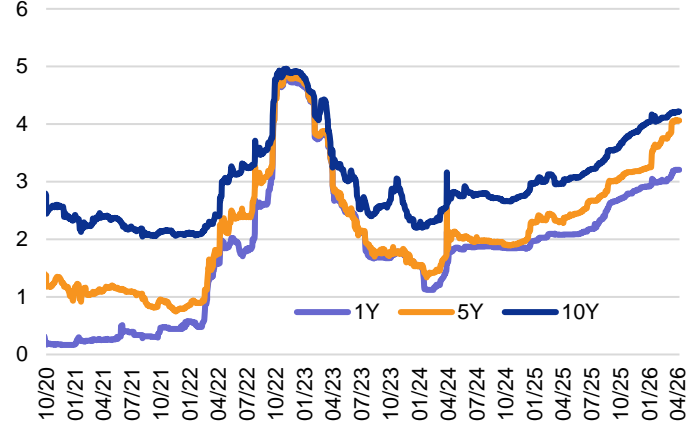
Nhà đầu nước ngoài mua ròng 878 tỷ đồng trong tháng 3/2026 sau ba tháng bán ròng liên tiếp. Tuy nhiên, lũy kế Q1/26 các nhà đầu tư nước ngoài vẫn đang bán ròng 2,9 nghìn tỷ đồng trước những bất ổn địa chính trị leo thang trên toàn cầu.

Hình 16: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp (%)



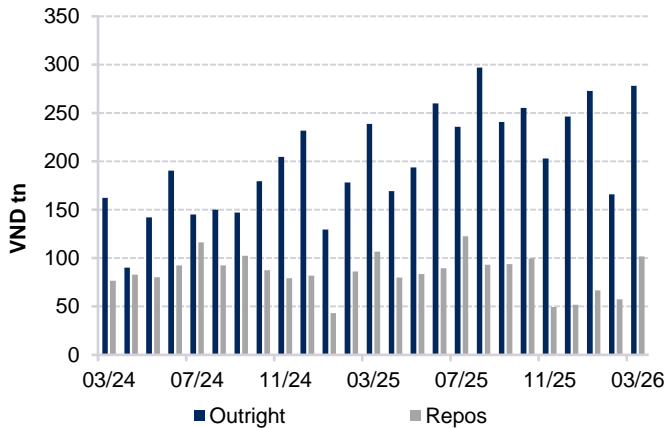
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp (%)



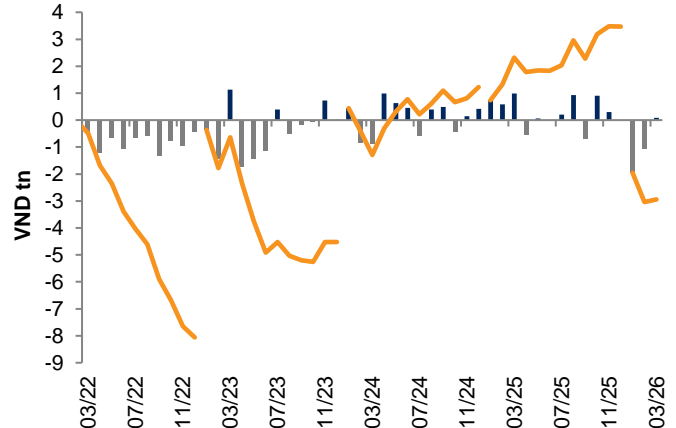
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Mua /bán ròng của khối ngoại



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

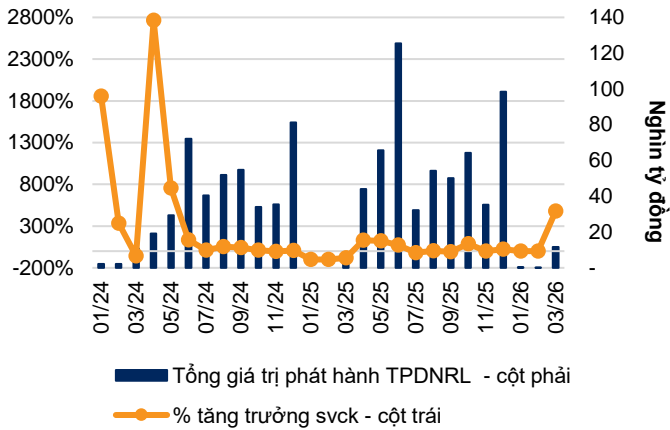
Trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động phát hành riêng lẻ cải thiện trong Q1/26

Theo dữ liệu tổng hợp trong T3/26, có ba doanh nghiệp phát hành TPDN riêng lẻ thành công với tổng giá trị phát hành 11,6 nghìn tỷ đồng, cải thiện đáng kể so với mức tổng giá trị phát hành 460 tỷ trong tháng 1 và tháng 2. Trong đó, chỉ riêng lượng phát hành của công ty TNHH Đầu tư Marina Center, thuộc lĩnh vực BĐS đã chiếm 10,1 nghìn tỷ đồng, với lãi suất phát hành 4% cho kỳ hạn 10 năm, khiến lợi suất phát hành bình quân gia quyền trong tháng 3 giảm mạnh.

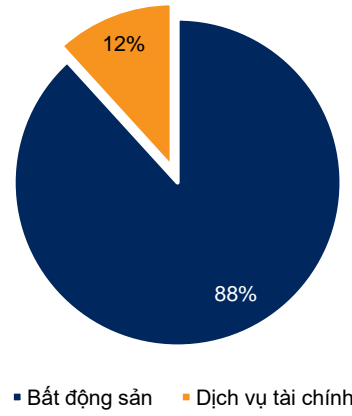
Hai đợt phát hành còn lại là của công ty chứng khoán MB (MBS) với giá trị phát hành 970 tỷ, lãi suất 7,4%, kỳ hạn 2 năm và của công ty tài chính Tổng hợp cổ phần Điện lực với giá trị phát hành 450 tỷ đồng, lãi suất 8,5% cho kỳ hạn 8 năm.

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



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

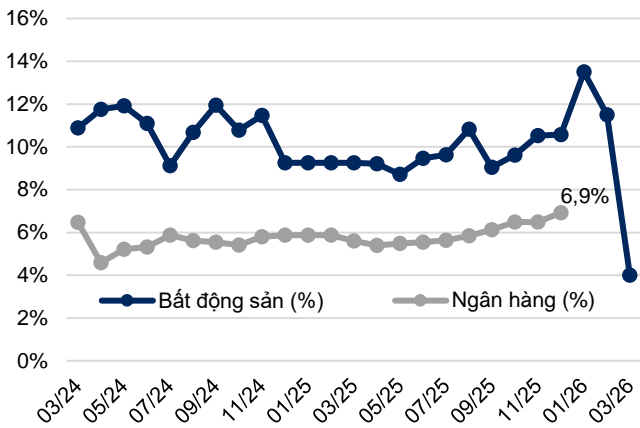
Hình 21: TPDN phát hành riêng lẻ theo ngành trong Q1/26



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

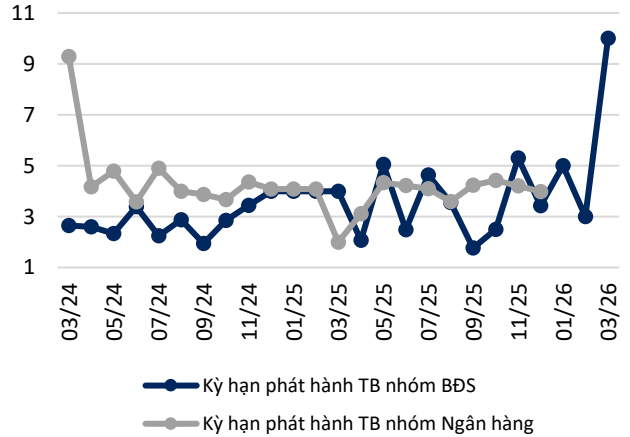
Lũy kế Q1/26, tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt 12 nghìn tỷ đồng, gấp 6 lần so với Q1/25. Mức tăng trưởng mạnh này chủ yếu do mức nền thấp của 2025 do hai tháng đầu năm 2025 không ghi nhận bất kỳ đợt phát hành riêng lẻ nào. Dù vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng hoạt động phát hành TPDNRL tiếp tục khởi sắc trong các quý tới.

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



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

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

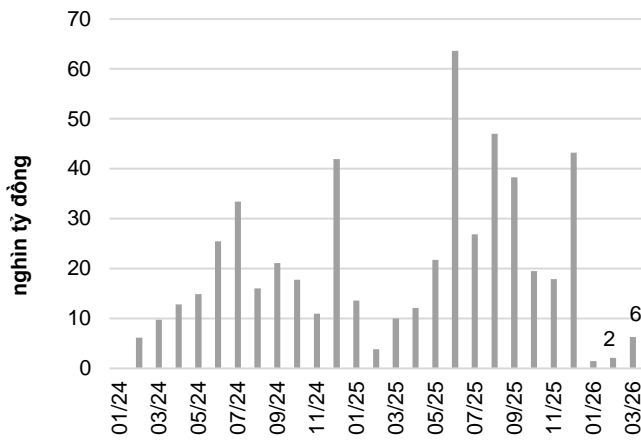


Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hoạt động mua lại trước hạn TPDN cải thiện so với tháng trước với tổng giá trị TPDN riêng lẻ được mua lại trước hạn đạt 6,3 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, lũy kế Q1/26, tổng giá trị mua lại trước chỉ mới đạt 9,9 nghìn tỷ đồng, giảm mạnh 64% svck. BĐS là nhóm đứng đầu về giá trị TPDN mua lại trong Q1/26 với tổng giá trị mua lại đạt gần 7,9 nghìn tỷ đồng, chiếm ~80% tổng giá trị TPDN được mua lại trước hạn trong quý.

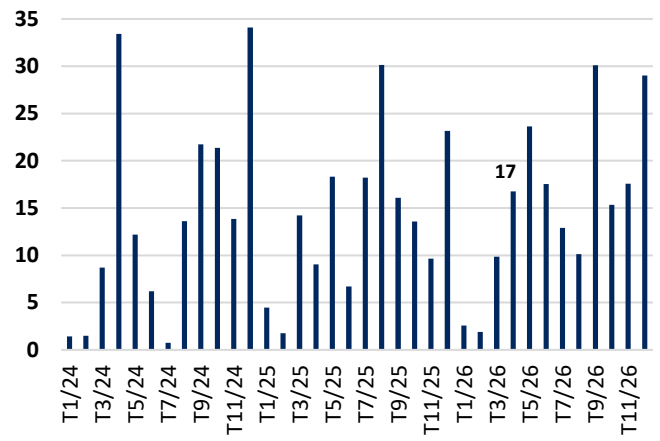
Chúng tôi ước tính sẽ có khoảng hơn 16,7 nghìn tỷ đồng TPDN riêng lẻ đáo hạn trong tháng 4/2026 và xấp xỉ 58 nghìn tỷ đồng đáo hạn trong quý 2, tăng mạnh so với tổng giá trị TPDN riêng lẻ đáo hạn trong quý 1 (~14 nghìn tỷ đồng). Áp lực TPDN đáo hạn tiếp tục duy trì ở mức cao trong các quý tiếp theo (Q3: 53 nghìn tỷ đồng; Q4: 62 nghìn tỷ đồng).

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



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Lượng TPDN đáo hạn (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Danh sách các đợt phát hành TPDN trong Q1/26

STT	Tên doanh nghiệp	Lĩnh vực	Ngày phát hành	Tổng giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn (năm)	Lãi suất phát hành (%/năm)
1	MARC - Công ty TNHH Đầu tư Marina Center	Bất động sản	20/03/2026	10,196	10	4.0
2	MBS - Công ty Cổ phần Chứng khoán MB	Dịch vụ tài chính	19/03/2026	970	2	7.4
3	EVF - Công ty Tài chính Tổng hợp Cổ phần Điện Lực	Dịch vụ tài chính	23/03/2026	450	8	8.5
4	TP1C - Công ty Cổ phần Thiên Phúc INVEST	Bất động sản	06/02/2026	80	3	11.5
5	KHG - CTCP Tập Đoàn KHẢI HOÀN LAND	Bất động sản	06/01/2026	190	5	13.5

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

Đình Quang Hình – Trưởng phòng khối Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Email: Khuong.nguyenba@vndirect.com.vn

Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cấp cao

Email: Nguyen.truongthanh@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>