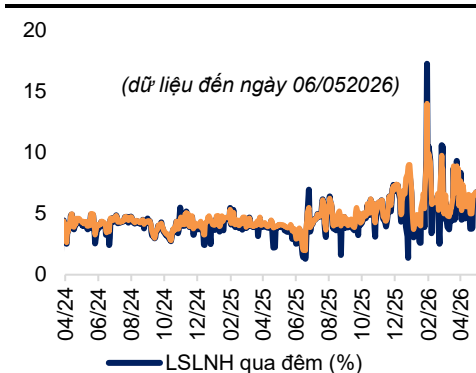


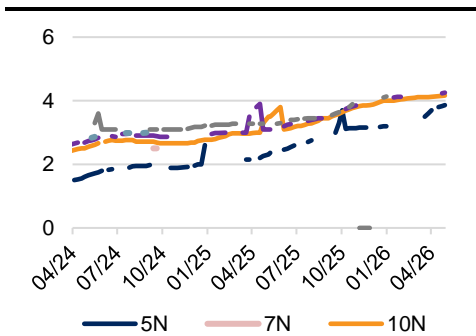
Báo cáo Tiền tệ - Trái phiếu

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



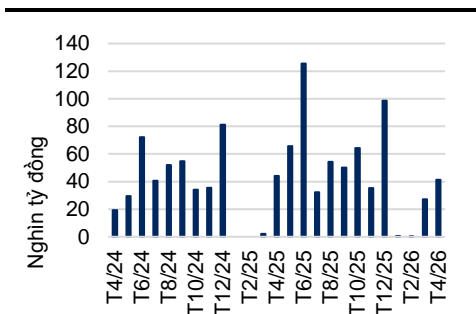
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Lợi suất trúng thầu TPCP



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Lượng TPDN phát riêng lẻ hàng tháng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích

Trương Thanh Nguyên

[Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn](mailto:Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn)

## Lạm phát tăng mạnh thu hẹp dư địa hạ nhiệt lãi suất

### Điểm nhấn vĩ mô

- Động lực tăng trưởng duy trì, áp lực giá dần lan rộng.** Áp lực lạm phát gia tăng rõ rệt trong tháng 4, khi CPI và lạm phát cơ bản cùng tăng mạnh, đẩy CPI bình quân lên sát ngưỡng 4% và nhiều khả năng vượt 4% trong tháng 5. Giá dịch vụ tiêu dùng cũng bắt đầu chịu áp lực từ chi phí đầu vào cao hơn khiến tăng trưởng tiêu dùng thực giảm tốc. Cán cân thương mại đảo chiều sang thâm hụt lớn do nhập khẩu xăng dầu và điện tử tăng vọt, dù xuất khẩu vẫn duy trì tăng trưởng cao nhờ khu vực FDI. Diễn biến này có thể gây áp lực lên tỷ giá trong ngắn hạn. Trong khi đó, FDI tiếp tục là điểm sáng và sản xuất phục hồi, nhưng PMI cho thấy doanh nghiệp vẫn thận trọng trước chi phí gia tăng và triển vọng đơn hàng kém tích cực.

### Thị trường tiền tệ

- Lãi suất liên ngân hàng (LSLNH) biến động mạnh trong tháng 4:** đầu tháng ở mức 6,9%–8,4%, sau đó giảm sâu về ~3,8%–4,2%, trước khi tăng trở lại 6,3%–6,8% vào cuối tháng 4, đầu tháng 5, phản ánh độ nhạy cao của lãi suất với chu kỳ giải ngân tín dụng và thanh khoản hệ thống, dù không còn căng thẳng như giai đoạn trước Tết. **Tăng trưởng tín dụng** đến ngày 21/4/2026 đạt 3,83% so với cuối năm 2025 và 18,55% svck.
- Lãi suất huy động (LSHĐ)** niêm yết 12 tháng ở các Ngân hàng quốc doanh chững lại ở 5,9%, tăng ~0,7 điểm % so với cuối năm 2025. Ở các ngân hàng tư nhân LSHĐ tăng lên 6,3% trong hai tuần đầu tháng 4 rồi giảm về 6% (tương đương cuối tháng 3) sau chỉ đạo của NHNN. Tuy nhiên, LSHĐ ở các chương trình ưu đãi vẫn ghi nhận ở mức cao, từ 7,5% lên đến 8,9% tại một số ngân hàng tư nhân. **Lãi suất cho vay** bình quân 7,4%–9,7%/năm (cập nhật đến tháng 3), **tăng 0,3 điểm % svtt và 0,7 điểm % so với cuối năm 2025, tương ứng với mức tăng LSHĐ niêm yết.**
- Thủ tướng và Phó Thủ tướng **yêu cầu duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ doanh nghiệp.** Thống đốc NHNN cho biết **NHNN có thể phối hợp chính sách tài khóa, bao gồm hoàn trả phần lãi suất các NHTM đã ứng trước.**
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất huy động ưu đãi có thể giảm thêm 0,5–1 điểm %, trong khi lãi suất niêm yết khó giảm thêm do lạm phát bình quân hiện đã gần vượt 4%. Nếu giá dầu duy trì trên 100 USD/thùng, lạm phát bình quân cả năm có thể vượt 5%, khiến dư địa điều hành tiền tệ thu hẹp và gánh nặng tài khóa gia tăng đáng kể để có thể kiểm soát cả mục tiêu lạm phát và lãi suất.

### Trái phiếu Chính phủ (TPCP)

- Phát hành TPCP T4/26 tăng mạnh 2,3 lần svtt, nhờ **lãi suất trúng thầu tăng ~10 – 40 điểm cơ bản ở các kỳ hạn.** Lũy kế 3 tháng đầu năm, KBNN đã phát hành 125,5 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm mạnh 12,1% svck, 25% KHPH cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất trúng thầu sẽ tiếp tục tăng dần trong những tháng tới, tuy nhiên mức độ tăng vẫn sẽ phụ thuộc vào tốc độ giải ngân/ thanh toán vốn đầu tư công thực tế. Tính đến cuối tháng 4, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước đã hoàn thành 19,7% kế hoạch năm nhưng vốn giải ngân đầu tư công chỉ mới đạt 13,8% kế hoạch Thủ tướng giao.

### Trái phiếu doanh nghiệp (TPDN)

- Lũy kế 4T26, tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt 68,8 nghìn tỷ đồng, tăng 1,5 lần so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu phát hành trái phiếu riêng lẻ gia tăng trong bối cảnh NHNN hạn chế các NHTM cho vay lĩnh vực BĐS và nâng cao yêu cầu về thanh khoản và an toàn vốn đối với hoạt động ngân hàng.
- Trong tháng 4, lãi suất phát hành (LSPH) riêng lẻ bình quân ghi nhận ở mức 11,5% (+2,3 điểm % svck) đối với lĩnh vực BĐS và 8,5% (+3,1 điểm % svck) đối với lĩnh vực ngân hàng, phản ánh **áp lực thanh khoản và chi phí vốn gia tăng rõ nét ở cả lĩnh vực ngân hàng và BĐS.**

## Điểm nhấn vĩ mô

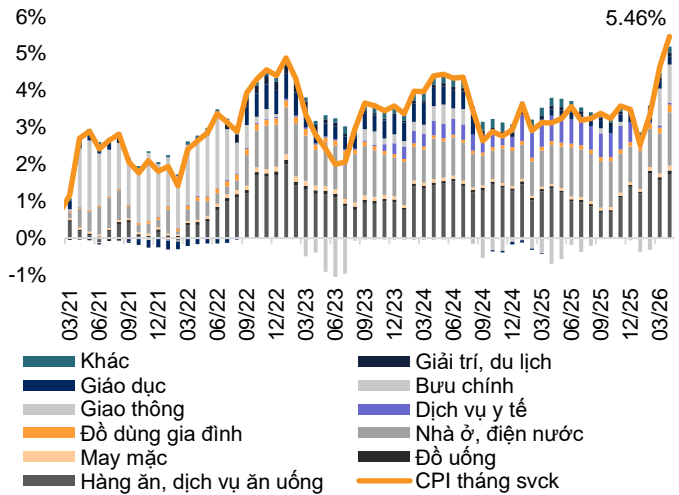
### Động lực tăng trưởng duy trì, áp lực giá dần lan rộng

Áp lực lạm phát gia tăng rõ rệt trong tháng 4, khi cả CPI và lạm phát cơ bản đều tăng mạnh. Tăng trưởng tiêu dùng trong nước chậm lại tính theo giá thực, trong khi cán cân thương mại chuyển sang thâm hụt lớn do nhập khẩu xăng dầu và điện tử tăng vọt. Mặc dù dòng vốn FDI duy trì tích cực và sản xuất công nghiệp phục hồi, chỉ số PMI sản xuất cho thấy tín hiệu thận trọng. Việc nới lỏng chính sách tiền tệ có thể đối mặt với nhiều hạn chế trong bối cảnh lạm phát gia tăng và mất cân đối đối ngoại.

- Áp lực lạm phát thể hiện rõ hơn trong tháng 4**, với CPI tăng 0,84% svck và 5,46% svck, đẩy CPI bình quân lên 3,99%. Lạm phát cơ bản cũng tăng mạnh 4,66% svck trong tháng 4 và 3,89% trong 4T26. Nguyên nhân chủ yếu đến từ nhóm nhà ở, điện, nước, chất đốt và vật liệu xây dựng, tăng 2,59% svck và 7,95% svck, do giá gas và dầu hỏa bình quân trong tháng 4 tăng ~30% svck. CPI nhóm giao thông giảm 0,81% svck nhờ giá xăng bình quân giảm 3,2% svck dưới các biện pháp bình ổn của Chính phủ, nhưng vẫn tăng mạnh 11,1% svck. Ngoài ra, dưới áp lực chi phí đầu vào gia tăng, CPI nhóm dịch vụ ăn uống ngoài gia đình cũng bắt đầu tăng đáng kể, tăng 1,04% svck và 8,3% svck. Trong bối cảnh giá dầu duy trì ở mức cao gần đây và giá dịch vụ tiêu dùng khó hạ nhiệt, CPI nhiều khả năng tiếp tục duy trì trên 5% trong tháng 5, đẩy CPI bình quân vượt ngưỡng 4%.
- Áp lực lạm phát gia tăng phần nào tác động đến tăng trưởng tiêu dùng thực trong nước.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng theo giá hiện hành ước đạt 2.546,6 nghìn tỷ đồng, tăng 11,1% svck. Tuy nhiên, loại trừ yếu tố giá, tăng trưởng thực chỉ đạt 6,3%, thấp hơn mức tăng trưởng thực lũy kế 7% ghi nhận vào cuối Q1/26.
- Nhập siêu tăng mạnh nhất trong nhiều năm.** Cán cân thương mại ghi nhận thâm hụt 3,3 tỷ USD trong tháng 4 và 7,1 tỷ USD trong 4T26. Đây là mức thâm hụt lớn, đảo chiều xu hướng thặng dư thương mại của những năm gần đây. Xuất khẩu vẫn tăng mạnh ~20% trong tháng 4 và 4T26, chủ yếu nhờ khu vực FDI, với kim ngạch xuất khẩu tăng 29%, trong khi xuất khẩu khu vực trong nước giảm 4% svck trong tháng 4 và gần như đi ngang trong 4T26. Tuy nhiên, nhập khẩu tăng với tốc độ cao hơn nhiều, tăng 32,5% trong tháng 4 và 28,7% trong 4T26. Một phần nguyên nhân đến từ việc Việt Nam đẩy mạnh nhập khẩu xăng dầu nhằm đảm bảo an ninh năng lượng trong nước. Trong 4T26, nhập khẩu xăng dầu đạt 4,6 tỷ USD, tăng 36% svck về lượng và 105% về giá trị, tương đương mức tăng giá nhập khẩu bình quân ~70% svck. Tuy nhiên, động lực chính vẫn đến từ nhập khẩu điện tử, máy vi tính và linh kiện, với tổng kim ngạch nhập khẩu đạt 65,2 tỷ USD, tăng 52,3% svck, trong khi xuất khẩu nhóm này cũng tăng 49,1% nhờ mức thuế quan của Mỹ thuận lợi hơn (chỉ 5%–10%). Điều này cũng có thể phản ánh tác động của chính sách thuế quan của Mỹ, khiến đơn hàng xuất khẩu dịch chuyển từ Trung Quốc sang Việt Nam, buộc doanh nghiệp tăng nhập khẩu đầu vào sản xuất ngay từ đầu năm. Dù cần tiếp tục theo dõi, diễn biến này có thể cho thấy xu hướng dịch chuyển sản xuất rộng hơn ra khỏi Trung Quốc sang các quốc gia khác, trong đó có Việt Nam, qua đó tạo ra những thay đổi cơ cấu dài hạn trong hoạt động thương mại. Trong ngắn hạn, tuy nhiên, mức thâm hụt thương mại lớn có thể gây áp lực lên tỷ giá trong nước.
- Điểm sáng đến từ tình hình thu hút vốn FDI.** Diễn biến thương mại cũng phù hợp với bức tranh tương đối tích cực của dòng vốn FDI trong 4T26. Tổng vốn FDI đăng ký và giải ngân lần lượt đạt 28,24 tỷ USD (tăng 32% svck) và 7,40 tỷ USD (tăng 9,8% svck).

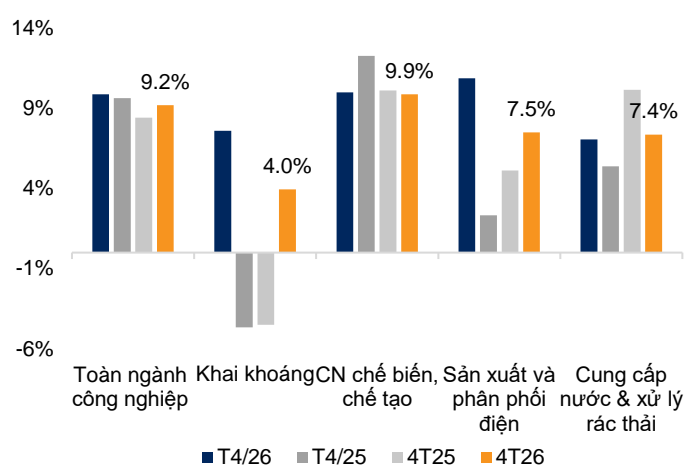
- **Sản xuất duy trì tích cực dù triển vọng còn nhiều khó khăn.** Hoạt động sản xuất cho thấy dấu hiệu ổn định trở lại, với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tăng 9,9% svck trong tháng 4 (so với 7,2% trong tháng 3), khi doanh nghiệp hoạt động trở lại đầy đủ sau kỳ nghỉ Tết. Tuy nhiên, PMI sản xuất của Việt Nam giảm xuống 50,5 điểm trong tháng 4, từ mức 51,2 điểm trong tháng 3, do đơn hàng mới giảm lần đầu tiên trong tám tháng và chi phí đầu vào cũng như đầu ra tăng với tốc độ nhanh nhất kể từ tháng 4/2011. Điều này cho thấy triển vọng sản xuất vẫn còn nhiều bất định, và doanh nghiệp trong nước có thể tiếp tục đối mặt với không ít thách thức.

**Hình 4: Áp lực lạm phát bộc lộ rõ rệt khi chi phí đầu vào và giá dịch vụ leo thang**



Nguồn: S&P Global, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 5: Sản xuất duy trì tích cực nhưng triển vọng còn nhiều thách thức**



Nguồn: Tổng cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

## Thị trường tiền tệ

### Lãi suất huy động hạ nhiệt

**Lãi suất liên ngân hàng** qua điểm bắt đầu tháng 4 quanh mức 6,9% - 8,4%, sau đó hạ nhiệt dần về mức thấp nhất ~ 3,8% - 4,2%, nhưng sau đó lại tăng trở lại vùng 6,3% - 6,8% vào cuối tháng 4, đầu tháng 5. LSLNH biến động mạnh phản ánh sự nhạy cảm của lãi suất đến chu kỳ giải ngân tín dụng, thanh khoản trong hệ thống dù không còn quá căng thẳng như giai đoạn trước Tết. Theo báo cáo của NHNN, đến ngày 21/4/2026, dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế đạt 19,31 triệu tỷ đồng, tăng 3,83% so với cuối năm 2025 và tăng 18,55% svck.

Song song, NHNN cũng luân phiên bơm hút linh hoạt qua kênh nghiệp vụ thị trường mở OMO. Tính chung tháng 4, NHNN đã bơm ròng ~ 18 nghìn tỷ đồng, đưa giá trị bơm ròng lũy kế lên 308 nghìn tỷ đồng, nhưng vẫn thấp hơn mức đỉnh ~480 nghìn tỷ đồng ghi nhận trong tháng 2/2026.

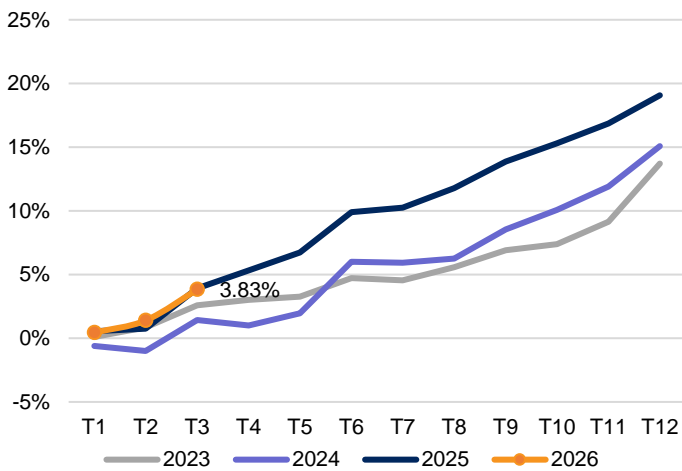
**Về lãi suất huy động**, đà tăng lãi suất tiết kiệm 12 tháng niêm yết bình quân tại các ngân hàng quốc doanh đã chững lại tại mức 5,9% (tương ứng tăng ~0,7 điểm % so với cuối năm 2025). Trong khi đó, lãi suất tiết kiệm 12 tháng bình quân niêm yết tại các ngân hàng tư nhân vẫn tiếp tục xu hướng tăng trong hai tuần đầu tháng 4 lên 6,3% sau đó quay đầu giảm về 6% (tương đương cuối tháng 3) sau những chỉ đạo từ phía NHNN.

Lãi suất huy động theo các chương trình ưu đãi cũng có xu hướng chững lại nhưng vẫn neo ở mức cao, từ 7,5% - 8% ở các ngân hàng quốc doanh và lên tới 8,9% đối với một số ngân hàng tư nhân.

**Về lãi suất cho vay**, theo báo cáo của NHNN, lãi suất cho vay bình quân của các NHTM trong nước cập nhật đến tháng 3 ở mức 7,4% - 9,7%/năm, tăng 0,3 điểm % so với tháng 2 và 0,7 điểm % so với cuối năm 2025, tương đương với mức tăng lãi suất huy động niêm yết bình quân.

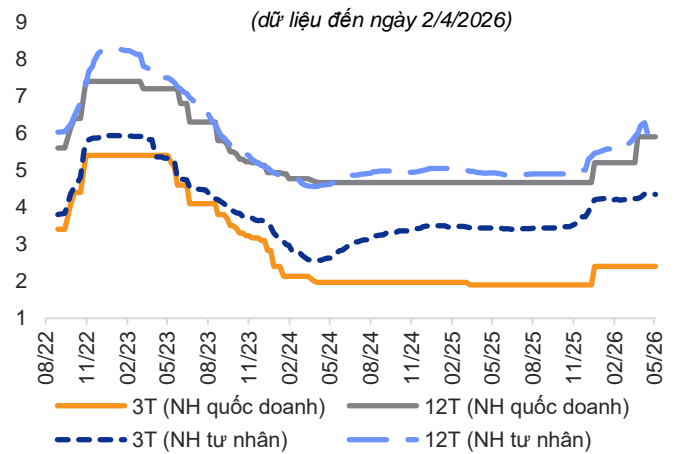
Thủ tướng, phó thủ tướng yêu cầu các ngân hàng duy trì mặt bằng lãi suất thấp để hỗ trợ các doanh nghiệp. Thống đốc NHNN ông Phạm Đức Ân cho biết NHNN có thể tham gia hỗ trợ chính sách tài khóa, trong đó có việc hoàn trả phần lãi suất mà các ngân hàng thương mại đã ứng trước để hỗ trợ nền kinh tế. Chúng tôi kỳ vọng động thái này có thể giúp lãi suất ở các chương trình ưu đãi giảm thêm khoảng 0,5 – 1 điểm % nhưng lãi suất niêm yết khó có thể giảm thêm nữa khi mà lạm phát bình quân hiện tại đã gần vượt mốc 4%. Nếu như giá dầu thô thế giới tiếp tục duy trì trên mức 100 USD/thùng như hiện tại chúng tôi ước tính lạm phát bình quân cả năm sẽ vượt 5%. Khi đó, dư địa để điều tiết chính sách tiền tệ sẽ trở nên hạn chế hơn và gánh nặng đối với chính sách tài khóa sẽ càng gia tăng để kiểm soát cả hai mục tiêu lạm phát và lãi suất.

**Hình 6: Tăng trưởng tín dụng giảm tốc**



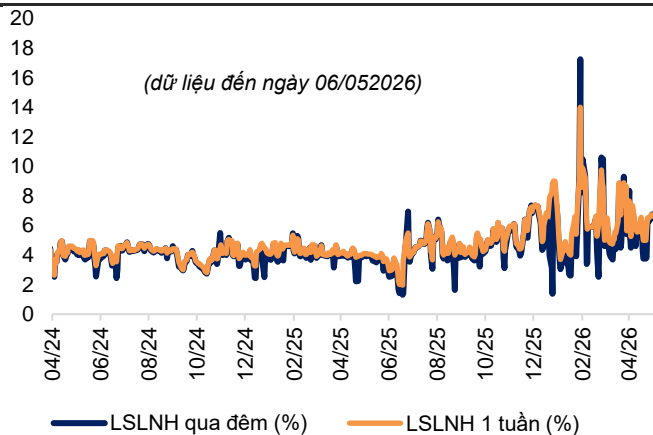
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

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



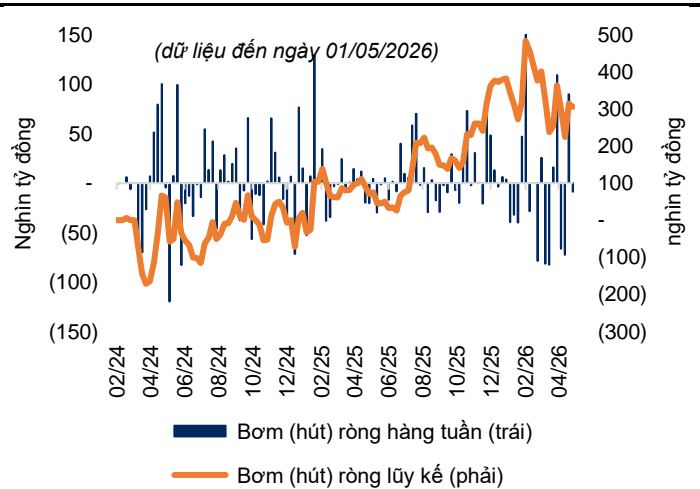
Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

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



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: NHNN bơm ròng trong T4/26 để điều tiết lãi suất**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

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

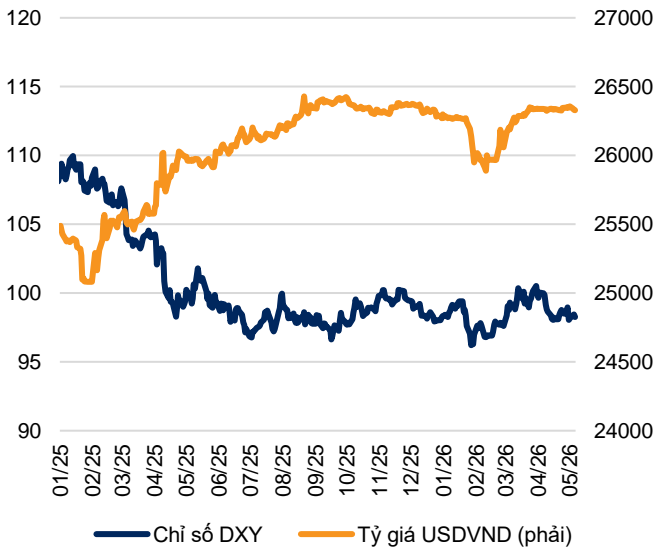
Fed tiếp tục giữ nguyên lãi suất điều hành ở mức 3,50–3,75% tại cuộc họp cuối tháng 4 và duy trì lập trường thận trọng trong ngắn hạn. Trong bối cảnh tăng trưởng và thị trường lao động duy trì ổn định, trong khi áp lực giá cả gia tăng trở lại, Fed hiện chưa có nhiều cơ sở để sớm nới lỏng chính sách.

Diễn biến lạm phát tiếp tục củng cố quan điểm giữ lãi suất cao trong thời gian dài hơn. Chỉ số PCE toàn phần tăng lên 3,5% svck trong tháng 3 (tháng 2: 2,8%), trong khi PCE lõi duy trì ở mức 3,2%; cùng lúc, PPI tăng 4,0% svck, mức cao nhất kể từ đầu năm 2023, cho thấy áp lực chi phí đầu vào của doanh nghiệp đang gia tăng. Giá năng lượng tăng mạnh, kết hợp với lạm phát dịch vụ còn dai dẳng, đang khiến quá trình đưa lạm phát về mục tiêu 2% trở nên khó khăn hơn.

Định hướng chính sách của Fed trong thời gian tới nhiều khả năng vẫn nghiêng về ổn định giá cả hơn là sớm hỗ trợ tăng trưởng. Điều này cũng phần nào tương đồng với lập trường thiên về kiểm soát lạm phát của Kevin Warsh, ứng viên được đề cử kế nhiệm Jerome Powell và có thể sẽ được Thượng viện phê chuẩn trong tháng 5. Trong bối cảnh đó, mặt bằng lãi suất USD nhiều khả năng sẽ tiếp tục neo ở mức cao, qua đó duy trì áp lực lên tỷ giá, chênh lệch lãi suất VND–USD và dự địa điều hành chính sách tiền tệ của Việt Nam trong các quý tới.

Trong nước, tỷ giá USD/VND tăng nhẹ khoảng 0,2–0,3% so với đầu tháng 4, duy trì quanh vùng 26.330–26.350, cho thấy biến động tỷ giá chủ yếu phản ánh chênh lệch lãi suất và nhu cầu nắm giữ USD. Dù cán cân thương mại và dòng vốn FDI vẫn là các điểm tựa quan trọng, việc nhập siêu duy trì trong vài tháng vừa qua cùng áp lực chi phí vốn có thể khiến dự địa điều hành tỷ giá và chính sách tiền tệ thận trọng hơn trong ngắn hạn.

**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

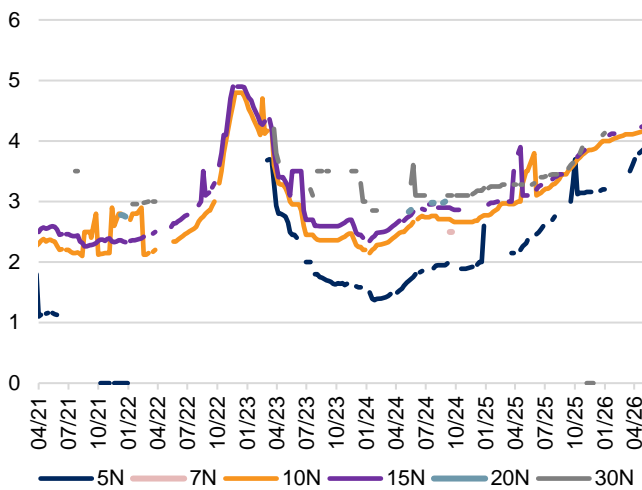
#### Phát hành TPCP tháng 4 tăng mạnh sau quý 1 tri trệ

Trong tháng 3/2026, KBNN đã phát hành thành công 45,5 nghìn tỷ đồng TPCP, tăng mạnh 2,3 lần so với tháng trước. Tỷ lệ trúng thầu cũng cải thiện lên mức

56,1% so với 36,1% của tháng trước nhờ lãi suất trúng thầu đều tăng khoảng 10 – 40 điểm cơ bản ở các kỳ hạn.

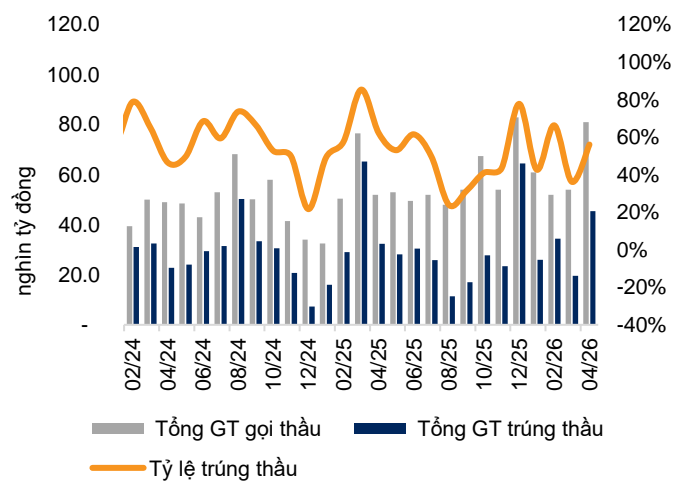
- Giá trị phát hành TPCP 10 năm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất ~ 51,9 nghìn tỷ đồng (+44% svtt), tương đương 88% tổng giá trị phát hành trong tháng với lãi suất trúng thầu ở mức 4,1% - 4,2% (+0 – 10 điểm cơ bản svtt).
- Tiếp theo là TPCP 5 năm với giá trị phát hành đạt ~4,0 nghìn tỷ đồng, gấp 5,4 lần svtt với lãi suất trúng thầu từ 3,7% - 3,9% (+10 – 40 điểm cơ bản svtt).
- Ngoài ra, dù chỉ phát hành được 30 tỷ đồng ở kỳ hạn 30 năm, lãi suất trúng thầu ở kỳ hạn này cũng đã tăng lên 4,5% (so với 4,1% trong đợt phát hành gần nhất với vào tháng 12/2025), phản ánh xu hướng tăng chi phí vốn trong nền kinh tế so với cuối năm ngoái.

**Hình 12: Lợi suất trúng TPCP tháng 4 cải thiện**



Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 13: Lượng TPCP trúng thầu tăng mạnh**



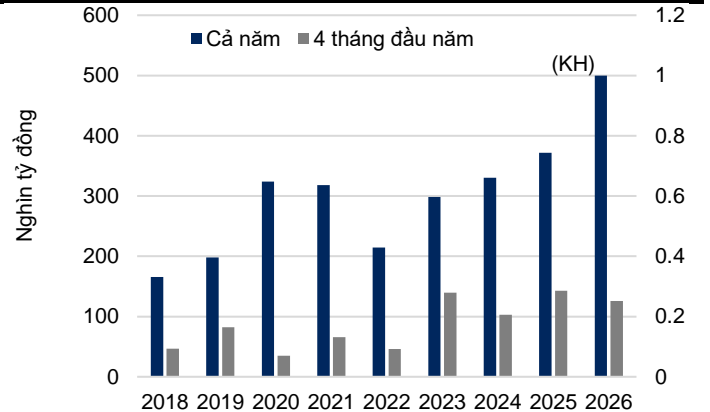
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

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

Kỳ hạn	T4/26	4T26	% KPHH Q2/2026	% KPHH 2026
5	2.565	3.205	12,8%	3,2%
7	-	-	0,0%	0,0%
10	41.660	120.171	61,3%	52,2%
15	1.200	2.150	8,6%	2,5%
20	-	-	0,0%	0,0%
30	30	30	1,5%	0,1%
<b>Tổng cộng</b>	<b>45.455</b>	<b>125.556</b>	<b>41,3%</b>	<b>25,1%</b>

Nguồn: Bloomberg, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: Phát hành TPCP Q1 giảm 27% svck**



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Lũy kế 3 tháng đầu năm, KBNN đã phát hành 125,5 nghìn tỷ đồng TPCP, giảm mạnh 12,1% svck, 25% KPHH cả năm. Với mật bằng lãi suất trên thị trường vẫn duy trì ở mức cao, chúng tôi kỳ vọng lãi suất trúng thầu sẽ tiếp tục tăng dần trong những tháng tới, tuy nhiên mức độ tăng vẫn sẽ phụ thuộc vào tốc độ giải ngân/ thanh toán vốn đầu tư công thực tế. Theo số liệu từ Cục Thống kê, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn ngân sách Nhà nước tính đến cuối tháng 4 đạt 187 nghìn tỷ đồng, hoàn thành 19,7% kế hoạch năm nhưng vốn giải ngân đầu tư công chỉ mới đạt 135 nghìn tỷ đồng, tương đương 13,8% kế hoạch Thủ tướng

giao (981 nghìn tỷ đồng – không bao gồm vốn địa phương giao bổ sung 32 nghìn tỷ đồng cho dự án đường sắt Lào Cai – Hà Nội – Hải Phòng).

### Thị trường thứ cấp

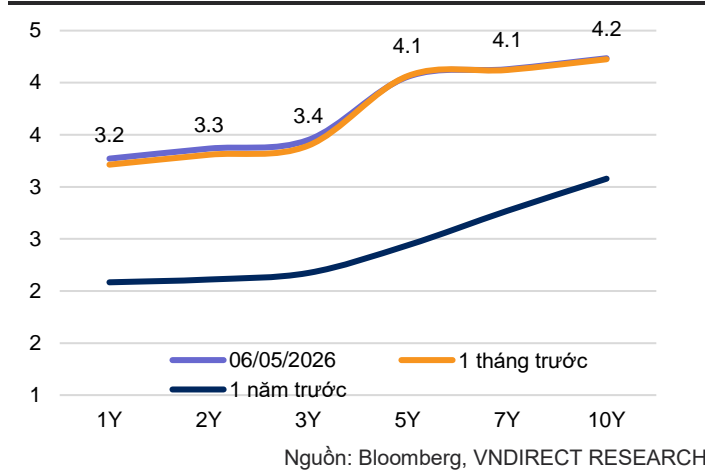
#### Lợi suất TPCP ổn định ở các kỳ hạn dài

Lãi suất trái phiếu Chính phủ (TPCP) trên thị trường thứ cấp tăng nhẹ 5 – 6 điểm phần trăm so với tháng trước ở các kỳ hạn dưới 5 năm, nhưng duy trì tương đối ổn định ở các kỳ hạn từ 5 năm trở lên phản ánh sự ưa thích của các nhà đầu tư với các trái phiếu có kỳ hạn dài với mức lợi suất tốt hơn cũng như nhờ tình hình thanh khoản hệ thống ngân hàng tương đối ổn định hơn so với hồi đầu năm.

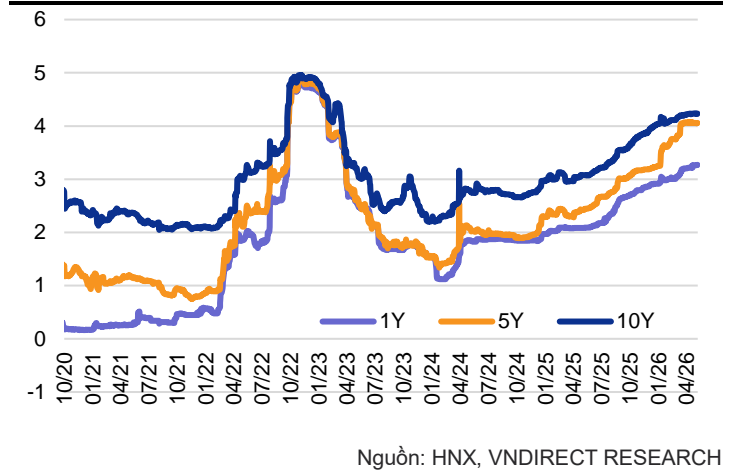
Tại ngày 6/5, lãi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt giao dịch ở mức 4,1% (+162 điểm cơ bản svck) và 4,2% (+120 điểm cơ bản svck).

Nhà đầu tư nước ngoài tiếp tục bán ròng 471,5 nghìn tỷ đồng trong T4/26, nâng giá trị bán ròng lũy kế lên 3,4 nghìn tỷ đồng (cùng kỳ mua ròng 1,8 nghìn tỷ đồng).

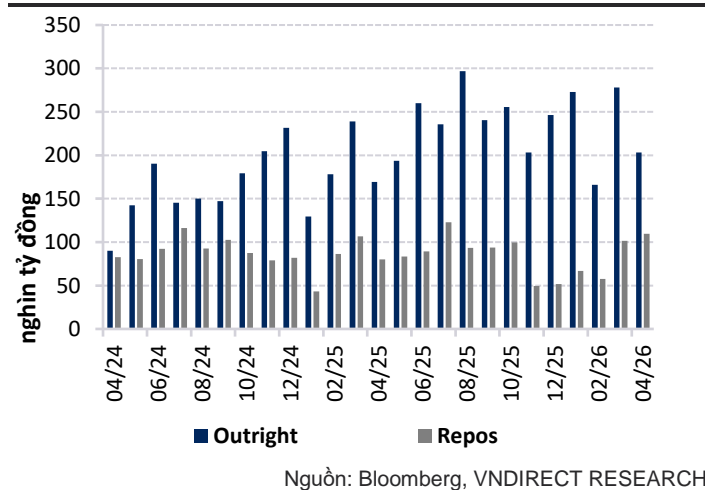
**Hình 16: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp (%)**



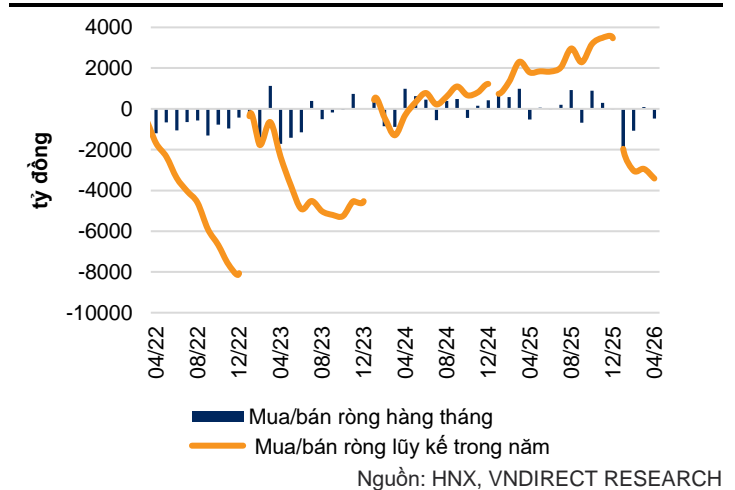
**Hình 17: Lợi suất TPCP thị trường thứ cấp (%)**



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



**Hình 19: Mua /bán ròng của khối ngoại**



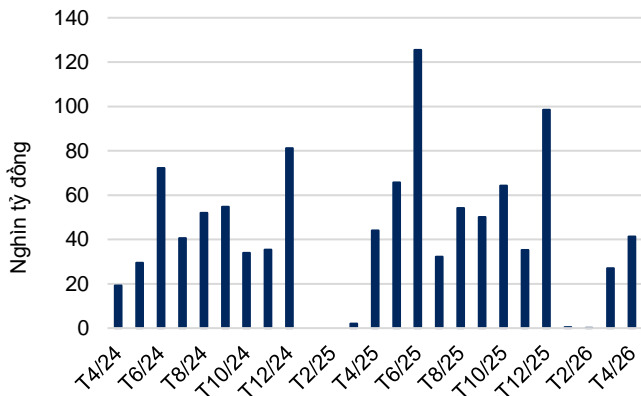
## Trái phiếu doanh nghiệp

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

Theo dữ liệu tổng hợp trong T4/26, tình hình phát hành TPDN riêng lẻ tiếp tục cải thiện với tổng giá trị phát hành thành công đạt 41 nghìn tỷ đồng, tăng 52,9% so với giá trị phát hành trong tháng 3. Trong đó, phát hành của lĩnh vực BĐS và Ngân hàng lần lượt chiếm 50% và 44%.

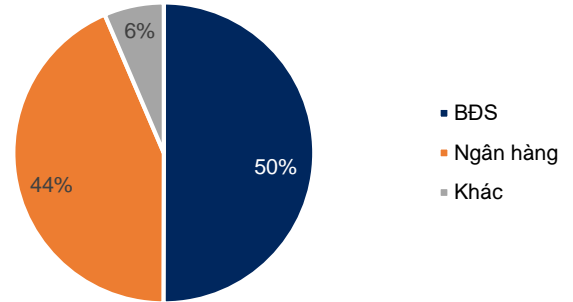
Lũy kế 4T26, tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ đạt 68,8 nghìn tỷ đồng, tăng 1,5 lần so với cùng kỳ, cho thấy nhu cầu phát hành trái phiếu riêng lẻ gia tăng trong bối cảnh NHNN hạn chế các NHTM cho vay lĩnh vực BĐS.

**Hình 20: Giá trị TPDN phát hành riêng lẻ**



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

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

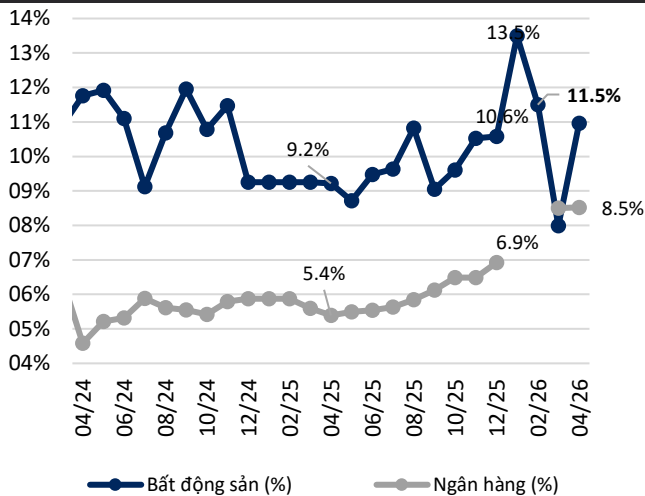


Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Ở nhóm BĐS, kỳ hạn phát hành bình quân trong tháng 4 là 2,4 năm với lãi suất phát hành bình quân ở mức 11,5%, tăng ~ 1 điểm % so với cuối năm 2025 và 2,3 điểm % svck.

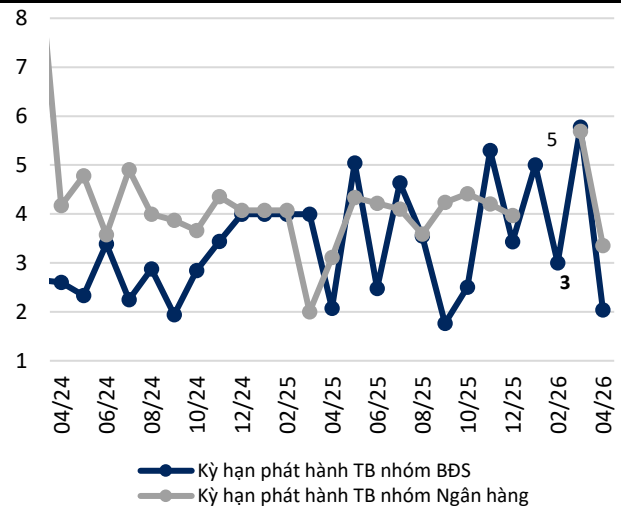
Lãi suất phát hành riêng lẻ bình quân cũng tăng mạnh ở nhóm ngân hàng, ở mức 8,5%, tương ứng tăng 1,6 điểm % so với cuối năm 2025 và 3,1 điểm % svck, cho thấy áp lực thanh khoản và chi phí vốn gia tăng đáng kể ở cả lĩnh vực ngân hàng và BĐS.

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



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

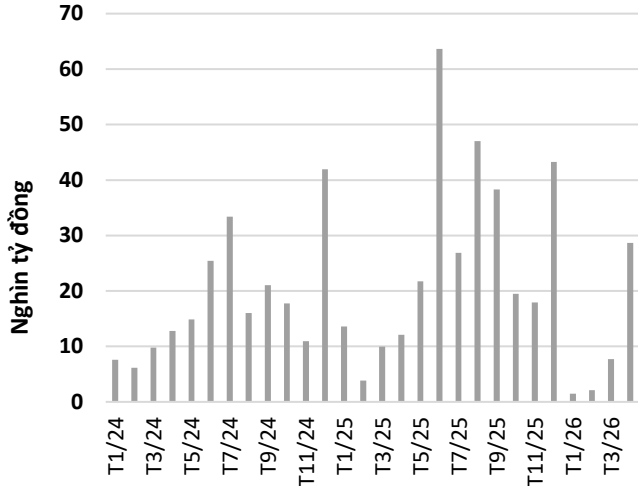
**Hình 23: Kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân (năm)**



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

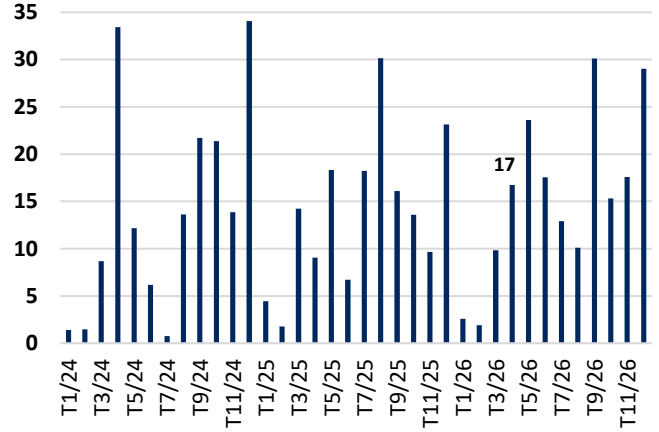
Chúng tôi ước tính sẽ có ~23,6 nghìn tỷ đồng TPDN đáo hạn trong tháng 5, tăng mạnh 41% svtt. Áp lực TPDN đáo hạn tiếp tục duy trì ở mức cao trong các quý tiếp theo (Q3: 53 nghìn tỷ đồng; Q4: 62 nghìn tỷ đồng), có thể khiến mặt bằng lãi suất phát hành riêng lẻ tiếp tục gia tăng.

**Hình 24: Lượng TPDN mua lại trước hạn**



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 trong 4T26**

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	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	28/04/2026	3	3	8,9
2	HOSC - CÔNG TY TNHH HÓA CHẤT HYOSUNG VINA	Sản xuất	23/04/2026	0	1	9,0
3	MADC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN B	Bất động sản	23/04/2026	6	2,5	10,5
4	MADC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN B	Bất động sản	23/04/2026	1	1	10,0
5	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	24/04/2026	500	3	8,5
6	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	24/04/2026	2	3	8,6
7	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	24/04/2026	3	3	8,7
8	THLC - CÔNG TY TNHH THẮNG LONG	Bất động sản	24/04/2026	0	5	10,4
9	MSB - Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam	Ngân hàng	22/04/2026	2	3	8,4
10	BAB - Ngân hàng Thương Mại Cổ Phần Bắc Á	Ngân hàng	21/04/2026	2	2	8,4
11	LOCC - Công ty Cổ phần Thương mại Xuất nhập khẩu	Khác	23/04/2026	6	1	10,0
12	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	22/04/2026	1	7	8,0
13	BPSC - Công ty Cổ phần Bất động sản Bcons PS	Bất động sản	16/04/2026	276	4	11,5
14	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	21/04/2026	1	7	8,0
15	NAB - Ngân hàng Thương mại Cổ phần Nam Á	Ngân hàng	15/04/2026	400	7	8,5
16	PCCC - Công ty Trách Nhiệm Hữu Hạn Xây dựng dân c	Xây dựng	31/03/2026	2	3	10,5
17	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	13/04/2026	6	2,5	12,5
18	NAB - Ngân hàng Thương mại Cổ phần Nam Á	Ngân hàng	31/03/2026	250	7	8,5
19	VPB - NH TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	Ngân hàng	06/04/2026	1	3	8,0
20	MBS - Công ty Cổ phần Chứng khoán MB	Dịch vụ tài chính	19/03/2026	1	2	7,4
21	VDS - CTCP Chứng khoán Rồng Việt	Dịch vụ tài chính	04/03/2026	70	1	8,5
22	NTJC - Công ty Cổ phần Thời Đại Mới T&T	Bất động sản	31/03/2026	8	4	10,5
23	PDAC - Công ty TNHH Đầu tư và phát triển bất động s	Bất động sản	26/03/2026	2	2	11,0
24	PDAC - Công ty TNHH Đầu tư và phát triển bất động s		26/03/2026	4	1	11,0
25	MARC - Công ty TNHH Đầu tư Marina Center	Bất động sản	20/03/2026	10.196	10	4,0
26	MBS - Công ty Cổ phần Chứng khoán MB	Financial Service:	19/03/2026	970	2	7,4
27	EVF - Công ty Tài chính Tổng hợp Cổ phần Điện Lực	Financial Service:	23/03/2026	450	8	8,5
28	TP1C - Công ty Cổ phần Thiên Phúc INVEST	Bất động sản	06/02/2026	80	3	11,5
29	KHG - CTCP Tập Đoàn KHAI 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](mailto:phuong.hoangviet@vndirect.com.vn)

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

Email: [hinh.dinhquang@vndirect.com.vn](mailto:hinh.dinhquang@vndirect.com.vn)

**Trương Thanh Nguyên – Chuyên viên phân tích cấp cao**

Email: [Nguyen.truongthanh@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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