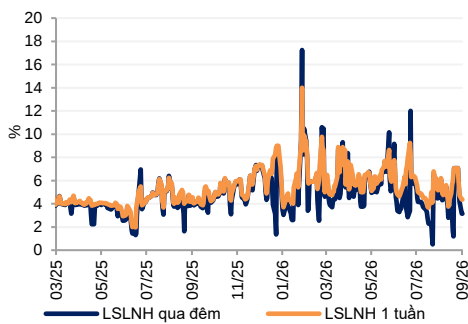


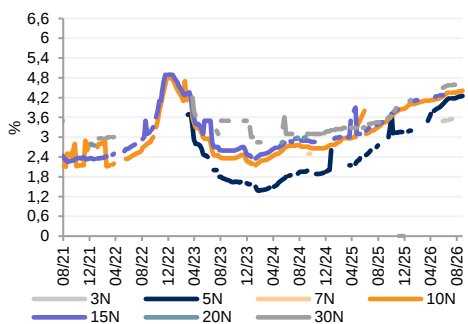
Báo cáo Tiền tệ - Trái phiếu

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



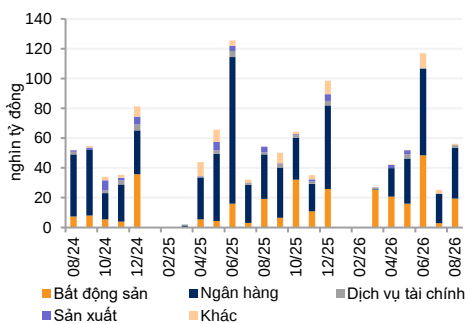
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Lợi suất trúng thầu TPCP



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá trị phát hành TPDNRL theo tháng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Lãi suất biến động thấp khi các yếu tố nội tại dần phát huy tác dụng

Điểm nhấn vĩ mô

- Kinh tế Việt Nam tiếp tục mở rộng trong tháng 8, nhưng lạm phát đang cho thấy dấu hiệu tăng trở lại.** IIP 8T26 tăng 11,9% svck - cao nhất giai đoạn 2019-2026; tháng 8 tăng 14,4% (thấp hơn T7: +15,4%). PMI tháng 8 đạt 53,3 điểm (cao hơn T7: 52,9) – cao nhất 6 tháng, song đơn hàng xuất khẩu giảm lần đầu trong 4 tháng do lo ngại bất ổn địa chính trị. CPI tháng 8 tăng 0,47% svtt (+4,89% svck) do giá xăng dầu tăng mạnh, đưa CPI bình quân 8T26 lên 4,45% – tiệm cận ngưỡng mục tiêu 4,5% của Quốc hội. XNK 8T26 đạt kỷ lục 770,1 tỷ USD (+28,7% svck), trong đó nhập siêu tháng 8 thu hẹp đáng kể còn 0,12 tỷ USD (từ 3,7 tỷ USD tháng 7) do xuất khẩu tăng tốc. FDI đăng ký 8T26 đạt 40,6 tỷ USD (+55,4% svck), vốn thực hiện 17,3 tỷ USD (+12,0%) – mức 8T kỷ lục nhiều năm. Giải ngân đầu tư công đến 3/9 đạt 513,3 nghìn tỷ đồng (~50,2% kế hoạch TTg giao), còn hơn 508 nghìn tỷ đồng cần giải ngân trong 5 tháng còn lại.

Thị trường tiền tệ

- Tỷ giá trong nước được hỗ trợ bởi nguồn cung ngoại tệ.** Tính đến 11/9, tỷ giá trung tâm lập kỷ lục 25.596 VND/USD (+1,9% từ đầu năm); tỷ giá liên ngân hàng xuống 25.920 VND/USD (VND tăng giá ~1,4% sv USD từ đầu năm).
- Lãi suất liên ngân hàng (LNH) biến động ở vùng thấp hơn đáng kể so với H1/26.** Sau khi tăng lên 6-7% vào cuối tháng 8 do nhu cầu thanh khoản trước nghỉ lễ, LSLNH hạ nhiệt xuống 3,2% (kỳ hạn qua đêm) và 3,9% (kỳ hạn 1 tuần) tính đến ngày 11/9. Bình quân tháng 8, LSLNH nhích nhẹ sv tháng trước do hiệu ứng nền thấp của tháng 7.
- NHNN duy trì hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn.** Sau khi hút ròng liên tục trong 2 tháng, NHNN quay lại bơm ròng ~64,7 nghìn tỷ đồng trong tháng 8, nâng dư nợ OMO lên 237,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng. Phát hành OMO tháng 8 tiếp tục đa dạng với các kỳ hạn dài hạn hơn; đáo hạn OMO giảm 8,8% svtt, dự kiến tháng 9 tiếp tục giảm.
- Lãi suất huy động (LSHĐ) niêm yết 12T bình quân toàn thị trường trong theo dõi nhích tăng nhẹ lên 5,91% do một vài NHTM tư nhân vừa & nhỏ điều chỉnh tăng lãi suất vào đầu tháng 8, trong khi LSHĐ chương trình ưu đãi vẫn neo cao quanh 8,5-9,3%/năm.**

Trái phiếu Chính phủ

- Giá trị phát hành TPCP sơ cấp và tỷ lệ trúng thầu tiếp tục tăng nhờ thanh khoản cải thiện.** Tổng GT trúng thầu tháng 8 đạt 31,1 nghìn tỷ đồng (+67,2% svtt), tỷ lệ trúng thầu tăng lên 52%. Lợi suất trúng thầu các kỳ hạn tăng 1-5bps svtt, thu hẹp biên độ tăng theo tháng. Tiến độ phát hành TPCP bứt tốc trong tháng 8, nâng mức hoàn thành PH quý lên 41,4% và năm lên 46,5%.
- Lợi suất TPCP thứ cấp gần như đi ngang theo tháng, thanh khoản giao dịch giảm.** Lợi suất TPCP chỉ tăng nhẹ 1-5bps sv tháng trước ở hầu hết các kỳ hạn. Đối với giao dịch trên thị trường thứ cấp, tổng GTGD giảm so với tháng trước, đạt 343,6 nghìn tỷ đồng (-10,5% svtt), trong đó giao dịch Outright giảm 11,2% svtt. Khối ngoại mua ròng 452,8 tỷ đồng trên thị trường giao dịch Outright.

Trái phiếu doanh nghiệp

- Hoạt động PHRL sôi động trở lại trong tháng 8.** Tổng GTPH đạt 56,1 nghìn tỷ đồng (2,2x svtt; +3,5% svck), phần lớn nhờ lượng phát hành lớn của trái phiếu Ngân hàng (1,9x svtt; chiếm 61%). Tương tự, khối lượng phát hành trái phiếu BDS cũng cải thiện so với tháng trước (6,5x svtt).
- Lãi suất phát hành hạ nhiệt.** LSPH bình quân toàn thị trường tháng 8 giảm còn 9,7%/năm (từ T7: 9,9%); trong đó BDS ở mức 10,9% (-1,6 điểm % svtt) và Ngân hàng ở mức 8,9% (-0,3 điểm % svtt).

Chuyên viên Phân tích

Phạm An Vy

vy.phaman@vndirect.com.vn

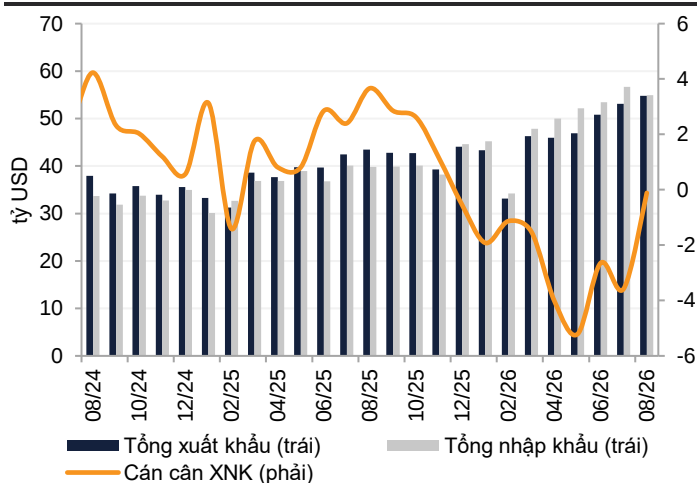
Điểm nhấn vĩ mô

Cập nhật vĩ mô 8T26: Sản xuất và thương mại tăng tốc, lạm phát nhích tăng trở lại

- **Sản xuất công nghiệp duy trì đà tăng trưởng tích cực, với chỉ số PMI cải thiện lên mức cao nhất 6 tháng.** Chỉ số IIP 8T26 tăng 11,9% svck - mức 8 tháng cao nhất giai đoạn 2019-2026; trong đó tháng 8 tăng 14,4% (thấp hơn tháng 7: +15,4%). [PMI tháng 8 đạt 53,3 điểm, tăng từ 52,9 điểm của tháng 7, mức cải thiện điều kiện kinh doanh mạnh nhất kể từ tháng 2.](#) Sản lượng tăng tháng thứ 16 liên tiếp với tốc độ nhanh nhất hơn hai năm; tốc độ tăng chi phí đầu vào chậm xuống mức thấp nhất 11 tháng. Tuy nhiên, *đơn hàng xuất khẩu mới giảm lần đầu trong bốn tháng (mức giảm nhỏ)* trong bối cảnh bất ổn địa chính trị và niềm tin kinh doanh cũng suy giảm nhẹ.
- **Tiêu dùng nội địa tiếp tục cải thiện nhờ mùa du lịch và sự trở lại của khách quốc tế.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa và dịch vụ tháng 8 ước tăng 1,6% sv tháng trước và 14,9% svck (cao hơn mức 13,8-14,5% trong giai đoạn tháng 5 đến tháng 7), cho thấy nhu cầu tiêu dùng trong nước duy trì xu hướng phục hồi. Tổng mức bán lẻ lũy kế 8T26 tăng 13,3% svck theo giá hiện hành, tương đương 7,6% sau loại trừ yếu tố giá (cao hơn 7T26: +7,5%). Cùng với đó, *lượng khách quốc tế đến Việt Nam phục hồi mạnh sau nhip chứng lại trong tháng 7*, đạt gần 2 triệu lượt trong tháng 8 (+19,7% svtt; +18,4% svck). Tuy nhiên, tính bền vững của đà tăng có thể chịu thử thách trong [bối cảnh giá dầu thế giới và rủi ro lạm phát đang tái leo thang](#).
- **Thương mại tiếp tục mở rộng, nhập siêu thu hẹp đáng kể trong tháng 8.** Kim ngạch xuất khẩu tháng 8 đạt 54,8 tỷ USD (+3,2% svtt; +26% svck). Đà tăng được duy trì ở cả khu vực kinh tế trong nước (+14,1% svck) và khu vực FDI (+29,2% svck). Triển vọng xuất khẩu có thể tiếp tục thuận lợi trong những tháng cuối năm khi các thị trường chủ chốt bước vào mùa cao điểm tiêu dùng. Ở chiều ngược lại, nhập khẩu đạt 54,9 tỷ USD (-3,1% svtt; +37,9% svck). Nhờ xuất khẩu tăng tốc trong khi nhập khẩu hạ nhiệt, thâm hụt thương mại tháng 8 chỉ còn 0,12 tỷ USD (Hình 4), thu hẹp đáng kể so với mức 3,7 tỷ USD của tháng trước. Lũy kế 8T26, tổng kim ngạch xuất nhập khẩu đạt kỷ lục 770,1 tỷ USD (+28,7% svck).

Hình 4: Cán cân thương mại theo tháng

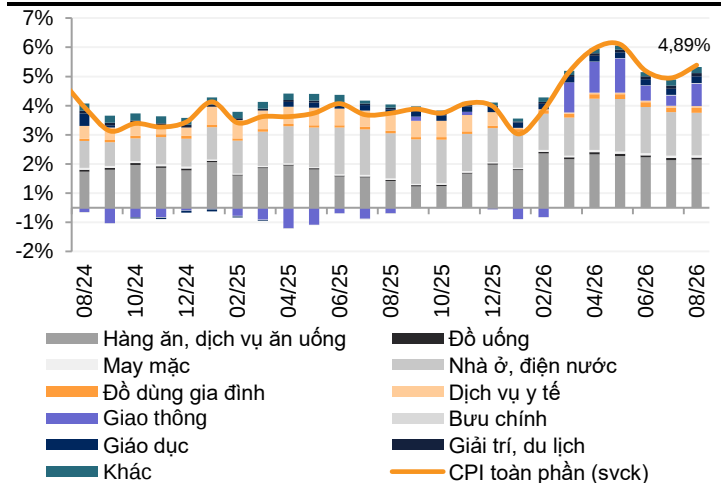
Nhập siêu thu hẹp đáng kể xuống còn 0,12 tỷ USD trong tháng 8 nhờ xuất khẩu tăng tốc trong khi nhập khẩu hạ nhiệt



Nguồn: Tổng Cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Cấu phần CPI theo tháng

CPI toàn phần bật tăng 0,47% svtt và 4,89% svck chủ yếu do nhóm Giao thông khi giá xăng dầu trong nước tăng theo giá thế giới



Nguồn: Tổng Cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 11/9/2026

- **Đầu tư công giữ nhịp tăng trưởng tích cực** với vốn đầu tư thực hiện từ NSNN tháng 8 ước đạt 105,7 nghìn tỷ đồng (+8,2% svtt; +24,1% svck). [Giải ngân đầu tư công theo Bộ Tài chính đến hết ngày 3/9/2026, cả nước đã giải ngân hơn 513,3 nghìn tỷ đồng](#), đạt 50,2% kế hoạch Thủ tướng giao. uy tốc độ giải ngân tiếp tục cải thiện, nhiệm vụ còn lại vẫn tương đối lớn khi có tới hơn 508,2 nghìn tỷ đồng cần giải ngân trong hơn 5 tháng tới (thời điểm chốt số giải ngân là đến hết 31/01 của năm sau).
- **Trong khi đó, bức tranh thu hút vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài FDI duy trì tích cực** với vốn đăng ký lũy kế 8T26 đạt 40,6 tỷ USD, tăng mạnh 55,4% svck; trong khi vốn thực hiện đạt 17,3 tỷ USD (+12,0% svck), là mức tăng trưởng 8T cao nhất nhiều năm. Kết quả phản ánh môi trường đầu tư của Việt Nam tiếp tục củng cố và duy trì sức hấp dẫn đối với nhà đầu tư nước ngoài, trong bối cảnh các doanh nghiệp tiếp tục mở rộng hiện diện sản xuất và chuỗi cung ứng tại Việt Nam.
- **Lạm phát “nóng” trở lại sau chuỗi hạ nhiệt 2 tháng liên tiếp.** Lạm phát nhích tăng trở lại với CPI tháng 8 tăng 0,47% sv tháng trước và tăng 4,89% svck (Hình 5). Nguyên nhân đến từ cấu phần nhóm Giao thông (+4,1% svtt; đóng góp 0,41 điểm % vào mức tăng CPI chung) khi giá xăng dầu trong nước tăng mạnh theo diễn biến giá năng lượng thế giới. Tính chung 8T26, CPI bình quân tăng 4,45% svck, tiệm cận ngưỡng mục tiêu kiểm soát lạm phát 4,5% của Quốc hội.

Nhận định: Bức tranh vĩ mô 8T26 duy trì tích cực khi sản xuất công nghiệp tiếp tục mở rộng, tiêu dùng nội địa và xuất khẩu cải thiện, trong khi dòng vốn FDI đạt kỷ lục. Tuy nhiên, điểm cần theo dõi sát là lạm phát đã bật tăng trở lại sau hai tháng hạ nhiệt, đưa CPI bình quân 8T26 lên 4,45%, tiến sát ngưỡng mục tiêu 4,5% của Quốc hội. *Áp lực bên ngoài cũng đang gia tăng khi giá dầu Brent quay trở lại vùng trên 100 USD/thùng do xung đột Trung Đông kéo dài* và chưa có dấu hiệu hạ nhiệt rõ ràng. Đồng thời, thị trường ngày càng nghiêng về kịch bản Fed buộc phải tăng lãi suất điều hành để “neo giữ” kỳ vọng lạm phát. Trong bối cảnh đó, “dư địa nói lỏng thêm” chính sách tiền tệ của NHNN sẽ trở nên hạn chế hơn so với kỳ vọng trước đây.

Nhìn chung, dù nền tảng tăng trưởng kinh tế vẫn duy trì tích cực, sự gia tăng của các rủi ro bên ngoài đang khiến bài toán điều hành trở nên phức tạp hơn, đòi hỏi NHNN phải cân bằng chặt chẽ giữa mục tiêu hỗ trợ tăng trưởng, ổn định tỷ giá và kiểm soát lạm phát trong những tháng cuối năm.

Thị trường tiền tệ

Thanh khoản hệ thống ổn định khi các chính sách hỗ trợ của NHNN phát huy hiệu quả

NHNN chủ động bơm ròng trong phần lớn tháng 8 sau giai đoạn dài hút ròng trước đó nhằm hỗ trợ hệ thống trước áp lực thanh khoản ngắn hạn tăng cao trong kỳ nghỉ lễ Quốc khánh 2/9. NHNN bơm ròng khoảng 64,7 nghìn tỷ đồng trong tháng 8, trong đó mức bơm lớn nhất rơi vào tuần cuối cùng của tháng 8 (kết thúc ngày 31/8) với khoảng 54,9 nghìn tỷ đồng/tuần – trùng thời điểm áp lực thanh khoản lên đỉnh và LSLNH vọt lên 6-7%/năm. Dư nợ OMO theo đó tăng từ 172,5 nghìn tỷ đồng lên khoảng 237,2 nghìn tỷ đồng (Hình 9).

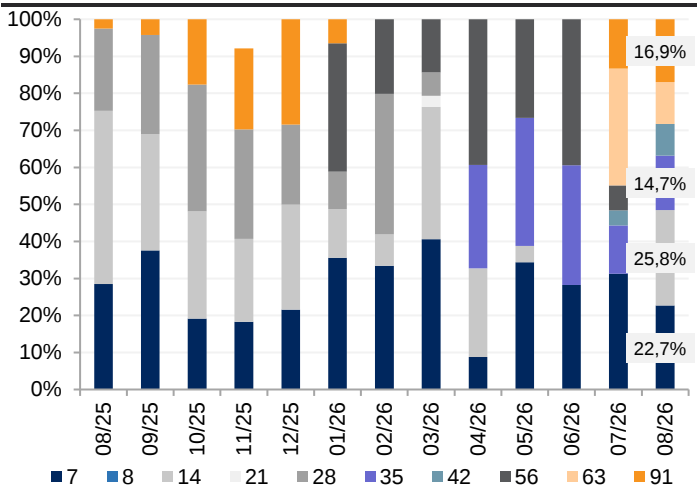
NHNN duy trì hỗ trợ phát hành OMO với đa dạng các mức kỳ hạn hơn trong tháng. Giá trị phát hành nghiệp vụ mua kỳ hạn giấy tờ có giá (reverse repos) ước tính đạt khoảng 228,2 nghìn tỷ đồng (2,2x svtt), tập trung tại các kỳ hạn 7, 14, 35 và 91 ngày. Trong đó, các kỳ hạn 63 và 91 ngày chiếm lần lượt là 17%

(38,6 nghìn tỷ đồng) và 11% (25,8 nghìn tỷ đồng) (Hình 6) tổng giá trị phát hành (GTPH). Đáng chú ý, kỳ hạn 14 ngày ít được sử dụng trong các tháng trước đã trở lại chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tháng 8 (~26%; đạt 58,8 nghìn tỷ đồng).

Tổng giá trị đáo hạn OMO giảm nhẹ theo tháng. Tổng giá trị đáo hạn tháng 8 ước đạt 166,6 nghìn tỷ đồng (-8,8% svtt) (Hình 7); trong đó có duy nhất 3 kỳ hạn đáo hạn gồm: 56 ngày (~70 nghìn tỷ); 7 ngày (~65,6 nghìn tỷ) và 35 ngày (~31,2 nghìn tỷ). Cơ cấu đáo hạn tập trung ở các kỳ hạn 56 và 35 ngày (chiếm hơn 60% tổng giá trị đáo hạn). Sang tháng 9, tổng giá trị đáo hạn dự kiến giảm còn 151,9 nghìn tỷ đồng (-8,8% so với tháng 8) – tháng giảm thứ ba liên tiếp. Cơ cấu dịch chuyển rõ hơn về phía kỳ hạn ngắn, với kỳ hạn 14 ngày chiếm 42% tổng giá trị đáo hạn. Với quy mô đáo hạn tiếp tục thấp hơn tháng trước và mặt bằng thanh khoản hệ thống đã xuất hiện những tín hiệu cải thiện, *áp lực hoàn trả vốn trên kênh OMO trong ngắn hạn được đánh giá là không quá lớn*. Điều này tạo điều kiện để NHNN duy trì định hướng hỗ trợ thanh khoản khi cần thiết, đồng thời gia tăng tính chủ động trong điều tiết thị trường tiền tệ. Tuy nhiên, diễn biến tỷ giá và chính sách của Fed vẫn sẽ là những yếu tố quan trọng ảnh hưởng đến mức độ nới lỏng trên kênh OMO trong thời gian tới.

Hình 6: Cơ cấu phát hành OMO reverse repo theo kỳ hạn

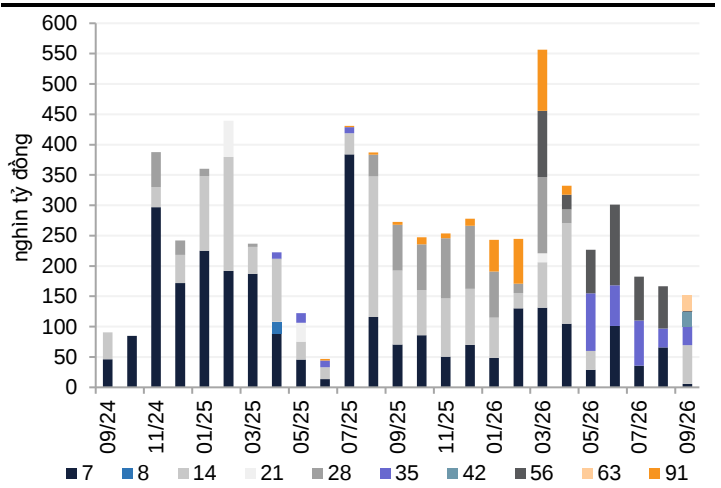
Khối lượng phát hành trong tháng 8 đa dạng kỳ hạn hơn, với kỳ 14 ngày xuất hiện trở lại, chiếm phần lớn nhất ~26%



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Giá trị đáo hạn OMO reverse repo

Trong tháng 9, khối lượng đáo hạn ước tính tiếp tục giảm (-8,8 svtt), có thể thấy áp lực hoàn trả vốn trên OMO trong ngắn hạn là không quá lớn



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Lãi suất liên ngân hàng (LSLNH) tháng 8 biến động trong vùng thấp hơn so với nửa đầu năm. Trong phần lớn tháng 8, lãi suất duy trì ổn định quanh 3-4%/năm với kỳ hạn qua đêm và 4-5%/năm với kỳ hạn 1 tuần (Hình 8). Áp lực thanh khoản quay trở lại trong những ngày cuối tháng và quanh kỳ nghỉ lễ Quốc khánh khi nhu cầu vốn ngắn hạn tăng cao, đẩy lãi suất vọt lên 6-7%/năm ở hầu hết các kỳ hạn. Tính đến ngày 11/9, LSLNH qua đêm hạ nhiệt xuống 3,2%/năm (từ ~7,1% hai tuần trước đó) và kỳ hạn 1 tuần xuống 3,9%/năm (từ mức 7,1%).

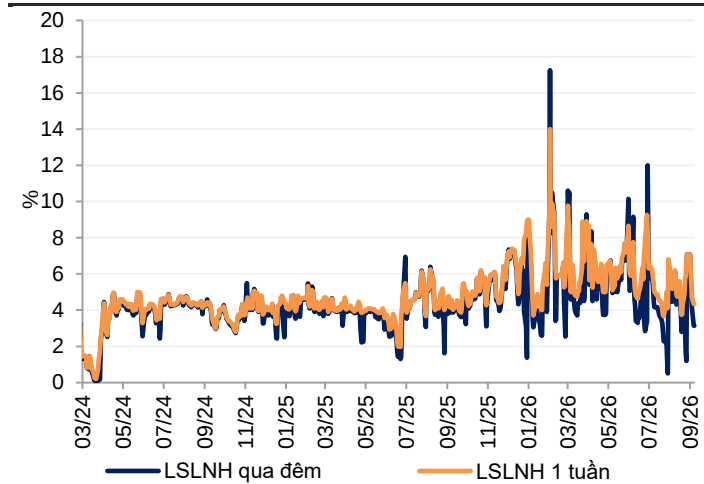
Đáng chú ý, trong hai tháng gần đây không còn xuất hiện các đợt tăng vọt của lãi suất liên ngân hàng lên vùng 10-12%/năm như giai đoạn nửa đầu năm, cho thấy bức tranh thanh khoản hệ thống đã có dấu hiệu cải thiện. Diễn biến này được hỗ trợ bởi: (1) NHNN chủ động điều tiết thanh khoản và kéo dài kỳ hạn hỗ trợ trên kênh OMO, giúp các NHTM chủ động hơn trong cân đối nguồn vốn ngắn hạn; (2) các chính sách nới lỏng quy định an toàn hoạt động dân phát huy hiệu quả, bao gồm việc cho phép tính tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào tỷ lệ LDR và nâng tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn (SMLR), qua đó mở rộng dư địa nguồn vốn cho hệ thống ngân hàng; (3) [huy động tiền gửi dân cư tăng tốc trong những tháng gần đây, giúp tăng trưởng huy động VND dần bắt kịp và vượt tăng trưởng tín dụng VND](#), phản ánh xu hướng cải thiện về

cân đối nguồn vốn; và (4) dòng tiền ngân sách quay trở lại nền kinh tế khi cán cân ngân sách chuyển sang trạng thái chi vượt thu khoảng 90 nghìn tỷ đồng trong tháng 8, góp phần bổ sung nguồn thanh khoản cho nền kinh tế.

Bình quân tháng 8, lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm và 1 tuần lần lượt đạt 4,7% và 5,5%, cao hơn mức tương ứng 3,9% và 5,0% của tháng 7. Diễn biến tăng nhẹ này chủ yếu đến từ hiệu ứng nền thấp của tháng 7, khi lãi suất qua đêm có thời điểm giảm xuống mức thấp nhất trong gần hai năm, chỉ quanh 0,5-1,0%/năm.

Hình 8: Lãi suất liên ngân hàng theo kỳ hạn

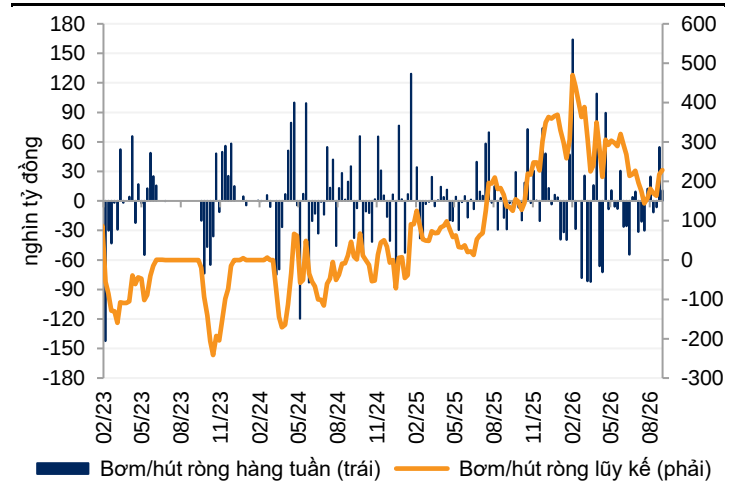
Mặt bằng LSLNH tháng 8 biến động trong vùng thấp hơn so với nửa đầu năm, bình quân LS qua đêm đạt ~4,7%, kỳ hạn 1 tuần ~5,5%.



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Nghiệp vụ OMO

Trong tháng 8, NHNN bơm ròng ~65 nghìn tỷ đồng, dư nợ OMO lên ~237,2 nghìn tỷ đồng tính đến cuối tháng



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 11/9/2026

Lãi suất huy động tăng nhẹ trong tháng 8, các chính sách hỗ trợ NHTM tiếp tục được triển khai đồng bộ

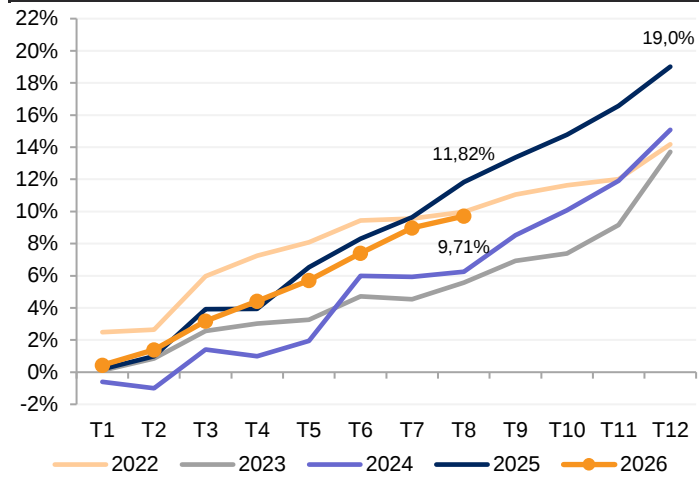
Lãi suất huy động (LSHD) kỳ hạn 12 tháng niêm yết tại các NHTM thuộc danh sách theo dõi nhích tăng nhẹ theo tháng, chủ yếu ở nhóm ngân hàng tư nhân vừa và nhỏ. Trong tuần đầu tháng, LSHĐ 12T bình quân toàn thị trường tăng lên 5,92% (+2bps sv cuối tháng 7, +58bps sv cuối năm 2025) (Hình 11). Đà tăng chủ yếu đến từ nhóm NHTM tư nhân vừa & nhỏ (+2bps svtt), cụ thể có LPB nâng lãi suất thêm 0,4 điểm % lên 6,7%/năm, trong khi nhóm quốc doanh (5,90%) và tư nhân lớn (5,96%) giữ nguyên biểu lãi suất. Tính đến tuần cuối tháng, mặt bằng lãi suất toàn thị trường giảm nhẹ xuống 5,91% (Hình 11), do vài ngân hàng điều chỉnh giảm trở lại sau đợt tăng trước đó, phần nào phản ánh áp lực huy động đã dịu bớt cùng với thanh khoản hệ thống cải thiện.

Trong khi đó, LSHĐ 12T đối với các chương trình ưu đãi vẫn neo cao, lên tới 8,5-9,3%/năm ở một số NHTM tư nhân vừa và nhỏ tính đến tuần đầu tháng 9, cao hơn ~2-3 điểm % so với lãi suất niêm yết, phản ánh áp lực cạnh tranh giữ chân nguồn vốn huy động, đặc biệt là tại các ngân hàng tư nhân vừa và nhỏ vẫn ở mức cao.

Tăng trưởng huy động vốn VND đã bắt kịp tăng trưởng tín dụng VND, phản ánh xu hướng cải thiện về cân đối nguồn vốn. Tính đến 22/8 theo báo cáo của Bộ Tài chính, tăng trưởng tín dụng vốn VND đạt 8,38% trong khi tăng trưởng huy động vốn VND đạt 8,77%.

Hình 10: Tăng trưởng tín dụng theo năm (lũy kế)

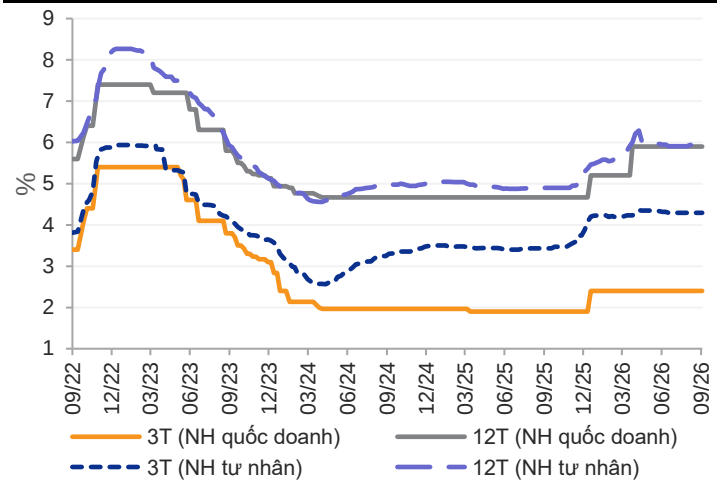
Tăng trưởng tín dụng (8,98%) và huy động (5,75%) toàn hệ thống, tính đến hết ngày 31/7 (theo số liệu của NHNN)



Nguồn: NHNN, Báo Chính phủ, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Lãi suất huy động niêm yết theo kỳ hạn của NHTM

LSHĐ 12 tháng bình quân nhích tăng nhẹ lên 5,91% (+1bps sv tháng trước), chủ yếu ở nhóm NHTM tư nhân vừa & nhỏ



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Nhận định: Thanh khoản hệ thống đang phát đi tín hiệu cải thiện nhờ các biện pháp hỗ trợ của NHNN dần phát huy hiệu quả, bao gồm việc nâng tỷ lệ tiền gửi KBNN được tính vào LDR và nới tỷ lệ sử dụng vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn. Đồng thời, chính sách tài khóa cũng chuyển sang trạng thái hỗ trợ khi dòng tiền ngân sách, sau giai đoạn tích lũy kéo dài tại KBNN, bắt đầu quay trở lại nền kinh tế với cán cân ngân sách đảo chiều sang thâm hụt trong tháng 8/2026. Bên cạnh đó, tăng trưởng huy động VND (YTD) đã bắt kịp và vượt tăng trưởng tín dụng VND (YTD), trong khi tỷ trọng tiền mặt lưu thông trên tổng phương tiện thanh toán giảm dần về 10,11% vào tháng 6/2026 từ mức đỉnh 12,09% của tháng 2/2026 (so với 9,72% vào tháng 9/2025 trước giai đoạn tăng mạnh). Diễn biến này cho thấy một phần dòng tiền trong khu vực dân cư đang quay trở lại hệ thống ngân hàng, qua đó góp phần cải thiện thanh khoản. Những yếu tố trên đã phản ánh rõ nét qua mặt bằng lãi suất liên ngân hàng, hiện duy trì thấp hơn đáng kể so với giai đoạn căng thẳng trong nửa đầu năm.

Tuy vậy, quá trình cải thiện thanh khoản mới chỉ ở giai đoạn đầu và cần thêm thời gian để đánh giá mức độ bền vững. Các quy định nới LDR và SMLR mới có hiệu lực khoảng 2 tháng nên tác động giải phóng thanh khoản có thể chưa phản ánh đầy đủ vào mặt bằng lãi suất hiện nay. Tương tự, việc ngân sách chuyển sang chỉ vượt thu trong tháng 8 mới chỉ là tháng đầu tiên đảo chiều sau thời gian dài tích lũy nguồn tiền tại KBNN. Nếu xu hướng này được duy trì cùng với tốc độ giải ngân đầu tư công tăng tốc trong giai đoạn cao điểm quý IV, nguồn tiền quay trở lại nền kinh tế sẽ tiếp tục đóng vai trò là lực đỡ quan trọng đối với thanh khoản hệ thống.

Ở chiều ngược lại, dư địa nới lỏng thêm của chính sách tiền tệ vẫn bị giới hạn bởi áp lực lạm phát có xu hướng gia tăng trở lại trong bối cảnh giá năng lượng thế giới duy trì ở mức cao do tác động từ xung đột Trung Đông. Đồng thời, triển vọng thị trường có thể chịu tác động từ diễn biến chính sách tiền tệ của Fed (phân tích phần sau). Trong kịch bản Fed phát tín hiệu sẵn sàng tăng lãi suất nhiều lần, áp lực lên tỷ giá USD/VND và mặt bằng lãi suất ngắn hạn có thể gia tăng, qua đó tạo thêm thách thức cho công tác điều hành thanh khoản và ổn định thị trường tiền tệ. Ngược lại, nếu Fed duy trì lãi suất hoặc tăng lãi suất nhưng đi kèm thông điệp thận trọng (tăng lãi suất từng bước phụ thuộc dữ liệu), áp lực lên tỷ giá có thể chỉ ở mức vừa phải. Khi đó, tác động lan tỏa tới chính sách tiền tệ, thanh khoản hệ thống và mặt bằng lãi suất trong nước sẽ được hạn chế đáng kể. Trong bối cảnh rủi ro bên ngoài vẫn hiện hữu, kỳ vọng

mặt bằng lãi suất huy động hạ nhiệt rõ nét có thể phải lùi sang đầu năm 2027, khi áp lực từ môi trường quốc tế suy giảm và điều kiện điều hành chính sách trở nên thuận lợi hơn.

Hình 12: Các chính sách và động thái nới dư địa thanh khoản và tín dụng Q2 - Q3/26

Chủ đề	Văn bản	Ngày công bố	Thời gian áp dụng	Nội dung chính	Nhận định tác động
Tái cấp vốn nhà ở cho thuê	Báo cáo cơ chế tái cấp vốn trong kỳ họp Chính phủ và NHMT giữa tháng 8/2026	13/08/2026	Chưa rõ; NHNN mới báo cáo lên Chính phủ chờ phê duyệt	NHNN đề xuất tái cấp vốn 50.000 tỷ đồng cho một số NHMT để cho vay phát triển dự án nhà ở cho thuê dài hạn.	Cung cấp nguồn vốn giá rẻ, kỳ hạn dài cho NHMT triển khai tín dụng ưu đãi. Cần theo dõi thêm liệu NHNN có ban hành quyết định chính thức hoặc mở rộng thêm các gói tái cấp vốn khác (thanh khoản, xử lý nợ xấu).
Tín dụng ưu đãi SME	Chương trình tín dụng ưu đãi 220.000 tỷ đồng (công bố tại Họp báo Chính phủ thường kỳ tháng 7/2026)	03/08/2026	Chưa rõ; NHNN đang xây dựng văn bản hướng dẫn	4 NHMT Nhà nước đăng ký 220.000 tỷ đồng cho vay ưu đãi. - Lãi suất vay thấp hơn ít nhất 1 điểm % so với mức lãi suất cho vay bình quân cùng kỳ hạn của NH triển khai - NHNN xây dựng hướng dẫn triển khai trên toàn quốc.	Gói 220.000 tỷ đồng (~1,1% dư nợ hệ thống) do NHMT Big 4 tự bố trí. Kết hợp với Quyết định 1743/QĐ-NHNN, NHNN vừa nới LDR đồng thời yêu cầu NHMT Big 4 dẫn dắt tín dụng ưu đãi cho toàn thị trường.
Thanh khoản & tỷ lệ LDR	Quyết định 1743/QĐ-NHNN	30/07/2026	01/08/2026 - 31/07/2028	- Tỷ lệ khấu trừ giảm từ 80% xuống 50%, tương đương tỷ lệ tiền gửi KBNN được tính vào LDR tăng từ 20% lên 50%. - NHTM phải kiểm soát chênh lệch kỳ hạn nguồn vốn/sử dụng vốn, đảm bảo thanh khoản và khả năng chi trả, kể cả khi KBNN thu hồi tiền gửi trước hạn.	Hoàn thiện chuỗi nâng tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn KBNN được tính vào LDR, qua đó hỗ giải phóng dư địa tín dụng. Lợi ích chủ yếu tập trung vào các NHTM Nhà nước có nguồn tiền gửi KBNN lớn. Rủi ro là nguồn vốn KBNN biến động hoặc bị thu hồi trước hạn.
Thanh khoản & tiền gửi KBNN	Nghị quyết 168/NQ-CP (nội dung ngân hàng)	27/06/2026	Các quý còn lại của 2026	Nghiên cứu nâng tỷ lệ tiền gửi có kỳ hạn của KBNN được tính vào nguồn vốn huy động của NHTM; ưu tiên sử dụng ngân quỹ tạm thời nhàn rỗi cho ngân sách, mua TPCP và gửi có kỳ hạn tại NHTM; Bộ Tài chính chủ động quyết định hạn mức gửi tiền; NHNN và Bộ Tài chính phối hợp điều hành tiền gửi KBNN tại hệ thống NHTM.	Mở rộng vai trò tiền gửi KBNN trong hỗ trợ thanh khoản. Tăng nguồn tiền gửi có kỳ hạn của KBNN giúp tăng mẫu số huy động vốn trong công thức tính LDR, qua đó cải thiện dư địa cấp tín dụng. Lợi ích chủ yếu ở NHTM Nhà nước.
Tỷ lệ an toàn & nguồn vốn	Thông tư 25/2026/TT-NHNN	22/06/2026	01/07/2026; bãi bỏ TT 08/2020 và TT 08/2026	SMLR nâng từ 30% lên 40%. - Khi tính LDR, tiếp tục loại trừ 80% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN hoặc tỷ lệ khác do Thống đốc NHNN quyết định từng thời kỳ.	Nâng SMLR từ 30% lên 40%, mở thêm dư địa cho vay trung dài hạn , đặc biệt cho hạ tầng và dự án lớn, mà không phải cạnh tranh huy động nguồn vốn dài hạn bằng mọi giá. Tuy nhiên điều này làm tăng rủi ro lệch kỳ hạn. Cơ chế cho phép Thống đốc điều chỉnh LDR theo từng thời kỳ giúp điều hành chính sách linh hoạt hơn.
Thanh khoản & tỷ lệ LDR	Thông tư 08/2026/TT-NHNN	15/05/2026	15/05/2026; bãi bỏ từ 01/07/2026 bởi TT 25/2026/TT-NHNN	Sửa cách tính LDR: cho phép tính 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào tổng tiền gửi khi tính LDR, thay vì loại trừ toàn bộ. - Tiền ký quỹ, tiền gửi vốn chuyên dùng và tiền gửi không kỳ hạn của KBNN vẫn được loại trừ. - Trần LDR giữ nguyên 85%.	Hỗ trợ giảm LDR cho các ngân hàng có tiền gửi KBNN lớn, chủ yếu NHTM Nhà nước, qua đó mở thêm dư địa tín dụng.

Nguồn: Báo Chính phủ, Hệ thống văn bản - Cổng Thông tin điện tử Chính phủ, NHNN, VNDIRECT RESEARCH tổng hợp

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 11/9/2026

Tỷ giá trong nước được hỗ trợ bởi nguồn cung ngoại tệ cải thiện

Đồng USD biến động trong tháng 8 khi thị trường liên tục điều chỉnh kỳ vọng giữa các tín hiệu trái chiều từ thị trường lao động và khả năng Fed tăng lãi suất trong tháng 9. Chỉ số DXY dao động chủ yếu trong vùng 99,5-99,9 điểm trong tháng 8, trước khi giảm xuống 99,4 tính đến ngày 11/9 (Hình 14) (-0,9% sv tháng trước; +0,8% từ đầu năm). Trong nửa đầu tháng 8, DXY có xu hướng suy

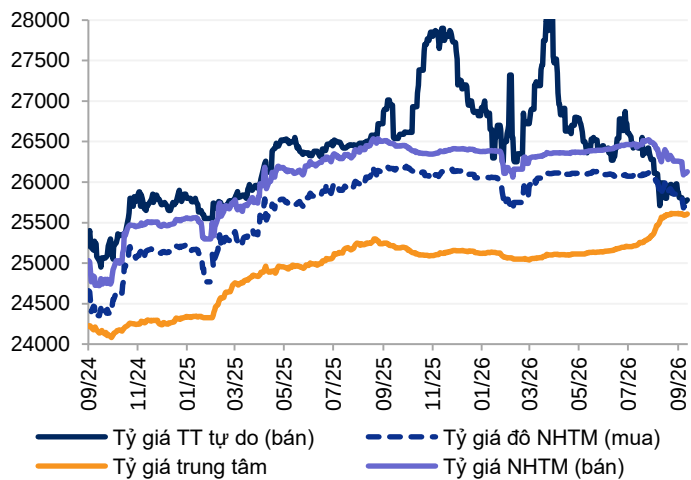
yếu dần khi xác suất Fed tăng lãi suất tháng 9 giảm đáng kể do thị trường lo ngại về thị trường lao động. Sau đó chỉ số DXY bật tăng mạnh trở lại quanh bài phát biểu của Chủ tịch Warsh tại Jackson Hole và chỉ số lạm phát tháng 8, đảo ngược hoàn toàn tâm lý thị trường so với một tháng trước đó.

Tỷ giá trong nước hạ nhiệt trong bối cảnh USD suy yếu. Tính đến ngày 11/9, tỷ giá trung tâm do NHNN công bố tiếp tục tăng lên mức cao kỷ lục 25.596VND/USD (+80 đồng svtt; +475 đồng sv đầu năm). Ngược lại, tỷ giá liên ngân hàng giảm xuống 25.920 đồng/USD - mức thấp nhất kể từ tháng 2/2026 (-1,1% svtt; -1,4% sv đầu năm) (Hình 14). Tỷ giá NHTM ở hai chiều mua/bán giảm xuống 25.700–26.110 đồng/USD. Tỷ giá tự do cũng đồng thời giảm mạnh xuống 25.720–25.760 đồng/USD (Hình 13), thấp hơn giá bán NHTM – xu hướng chưa từng thấy trong 5 năm gần nhất. Một số nguyên nhân lý giải bao gồm: (1) nguồn cung ngoại tệ trong nước được hỗ trợ bởi dòng vốn FDI/kiều hối/vay offshore tích cực, và (2) nhu cầu ngoại tệ phục vụ đầu cơ vàng, tiền số và kinh doanh chênh lệch giá hạ nhiệt, vốn là nguồn cầu chính đẩy tỷ giá tự do neo cao hơn tỷ giá NHTM trong các giai đoạn trước.

Áp lực từ môi trường bên ngoài tiếp tục tác động lên VND tương tự các đồng tiền châu Á khác. Tuy nhiên, **tỷ giá USD/VND vẫn cho thấy mức độ ổn định tương đối cao so với phần lớn các đồng tiền trong khu vực.** Tính đến ngày 11/9, VND tiếp tục ghi nhận tăng giá hơn 1,4% so với USD từ đầu năm (Hình 14), trái ngược với mức mất giá hơn 3,6% cùng thời điểm năm ngoái.

Hình 13: Tỷ giá trong nước

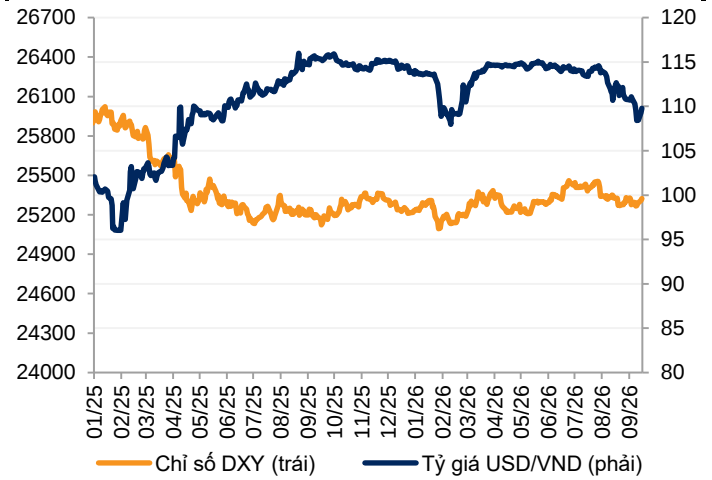
Tỷ giá tự do giảm sâu, xuống thấp hơn giá mua/bán tại NHTM một phần do nhu cầu ngoại tệ phục vụ đầu cơ vàng/tiền số đã suy giảm



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Chỉ số DXY và tỷ giá USD/VND

VND tăng giá 1,4% so với USD từ đầu năm, đảo chiều so với mức mất giá -3,6% cùng thời điểm năm ngoái



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 11/9/2026

Giữa sức ép từ thị trường và tín hiệu từ dữ liệu, Fed sẽ chọn hướng đi nào cho tháng 9?

Tại Jackson Hole (28/8), Chủ tịch Warsh đánh giá nền kinh tế "mạnh hơn dự kiến" nhưng đồng thời nhấn mạnh lạm phát vẫn chưa cải thiện đủ nhanh và kiểm soát lạm phát vẫn là ưu tiên hàng đầu. Sau báo cáo việc làm tháng 8 tích cực hơn kỳ vọng, kết hợp dữ liệu CPI tháng 8 tăng 0,4% svtt và tăng 3,4% svcc (chủ yếu do giá xăng tăng mạnh theo diễn biến giá dầu), thị trường đã nâng mạnh xác suất Fed tăng lãi suất 25bps lên 3,75-4,0% tại cuộc họp tháng 9, lên hơn 90% (tính đến ngày 11/9, theo CME FedWatch) từ mức ~60% một tuần trước đó (Hình 16). Có thể thấy rằng thị trường đang price in kịch bản Fed tăng lãi suất trong cuộc họp tháng 9 này. Điều này cho thấy kịch bản Fed tăng lãi suất gần như đã được thị trường phản ánh.

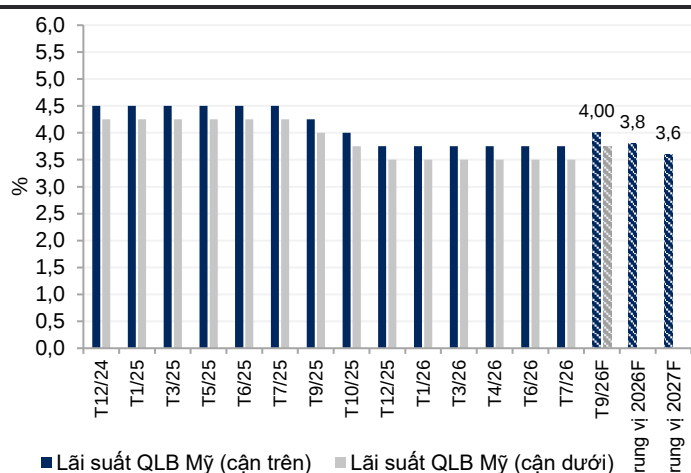
Do đó, phản ứng tiếp theo của thị trường sẽ *phụ thuộc chủ yếu vào định hướng chính sách (dot plot) và thông điệp từ Fed*. Nếu Fed phát tín hiệu duy trì lập trường "điều hòa" lâu hơn hoặc hàm ý chu kỳ tăng lãi suất mạnh hơn kỳ vọng, lợi suất TPCP Mỹ và đồng USD có thể tiếp tục tăng, tạo áp lực lên tỷ giá và dòng vốn tại các thị trường mới nổi, trong đó có Việt Nam.

Tuy nhiên, **chúng tôi cho rằng tỷ giá trong nước hiện có bộ đệm tương đối tốt trước các cú sốc bên ngoài**. NHNN đã chủ động nâng tỷ giá trung tâm lên 25.596 VND/USD, tăng ~2% sv đầu năm (Hình 13), trong khi tỷ giá liên ngân hàng giảm ~1,4%. Việc chủ động điều chỉnh tỷ giá tham chiếu từng bước giúp gia tăng dư địa điều hành và cho phép tỷ giá linh hoạt hấp thụ các cú sốc từ bên ngoài, thay vì phải thực hiện các đợt điều chỉnh mạnh trong thời gian ngắn.

Nhìn chung, áp lực tỷ giá có thể gia tăng trở lại nếu Fed thắt chặt chính sách tiền tệ. Tuy vậy, rủi ro được đánh giá vẫn trong tầm kiểm soát nhờ sự điều hành chủ động của NHNN cùng các yếu tố hỗ trợ như FDI giải ngân tích cực, nguồn vốn vay nước ngoài, kiểu hối ổn định, chênh lệch lãi suất VND-USD duy trì ở mức cao và nhu cầu găm giữ, đầu cơ ngoại tệ giảm bớt. Việc tỷ giá duy trì ổn định sẽ tiếp tục tạo điều kiện để NHNN theo đuổi định hướng chính sách tiền tệ hỗ trợ tăng trưởng, dù dư địa nới lỏng tương đối hạn chế trong bối cảnh áp lực lạm phát vẫn hiện hữu.

Hình 15: Lãi suất quỹ liên bang của Mỹ

Giữa hai kịch bản giữ và tăng lãi suất trong cuộc họp FOMC tháng 9, thị trường vốn đã phần nào phản ánh khả năng Fed tăng lãi suất



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Kỳ vọng thị trường về lãi suất Fed

Thị trường hiện kỳ vọng khoảng 2 lần tăng lãi suất (tổng ~50bps) từ nay cho tới cuối năm 2026

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
9/16/2026	12.7%	87.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			
10/28/2026	6.5%	51.0%	42.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12/9/2026	2.3%	22.1%	48.0%	27.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1/27/2027	1.4%	14.4%	37.9%	35.6%	10.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3/17/2027	0.6%	6.8%	24.2%	36.9%	25.2%	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%
4/28/2027	0.4%	5.1%	19.4%	33.4%	28.5%	11.5%	1.7%	0.0%	0.0%
6/9/2027	0.3%	3.6%	14.9%	29.0%	30.0%	16.8%	4.8%	0.5%	0.0%
7/28/2027	0.3%	3.3%	13.7%	27.5%	29.9%	18.2%	6.1%	1.0%	0.1%
9/15/2027	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
10/27/2027	0.2%	3.1%	13.1%	26.7%	29.7%	18.9%	6.8%	1.3%	0.1%
12/8/2027	0.5%	3.9%	14.2%	26.9%	28.9%	18.0%	6.4%	1.2%	0.1%

Nguồn: CME FedWatch, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 11/9/2026

Trái phiếu Chính phủ

Thị trường sơ cấp

Kho bạc Nhà nước giảm quy mô gọi thầu TPCP trong tháng 8, tỷ lệ trúng thầu cải thiện đáng kể

Theo dữ liệu từ Sở GDCK Hà Nội, Kho bạc Nhà nước giảm khối lượng gọi thầu TPCP xuống 60 nghìn tỷ đồng trong tháng 8 (-13,0% svtt; +25,0% svck) (Hình 17), chủ yếu do giá trị gọi thầu trái phiếu kỳ hạn 10 năm giảm 23,7% svtt. Giá trị trúng thầu cải thiện đáng kể theo tháng, đạt 31,1 nghìn tỷ đồng (+67,2% svtt; 2,7x svck), với các kỳ hạn cũng cải thiện tương đối, một phần nhờ thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào hơn trong phần lớn tháng 8. Trong đó:

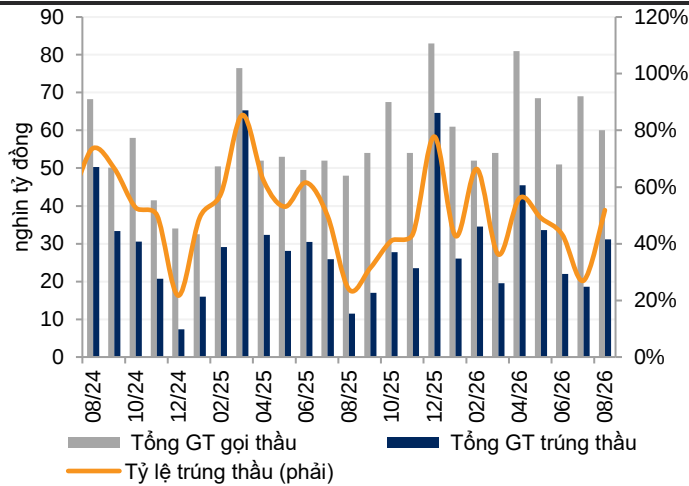
- Giá trị trúng thầu TPCP kỳ hạn 10 năm cải thiện theo tháng và duy trì chiếm tỷ trọng lớn nhất, đạt 16,3 nghìn tỷ đồng (+73,2% svtt; +63,8% svck) (Hình

19), tương đương 52% tổng giá trị trúng thầu. Lợi suất trúng thầu của kỳ hạn này tiếp tục nhích tăng theo tháng, neo quanh mức 4,38 - 4,41% (+5bps sv tháng trước; +41bps sv cuối năm 2025) (Hình 20).

- Theo sau là TPCP kỳ hạn 5 năm với 14,2 nghìn tỷ đồng (+66,2% svtt; chiếm 46% tổng giá trị trúng thầu), với lợi suất trúng thầu tiếp tục nhích tăng mức 4,22 - 4,25% (+5bps sv tháng trước; +105bps sv cuối năm 2025) (Hình 20).

Hình 17: Tổng quan bức tranh đấu thầu TPCP theo tháng

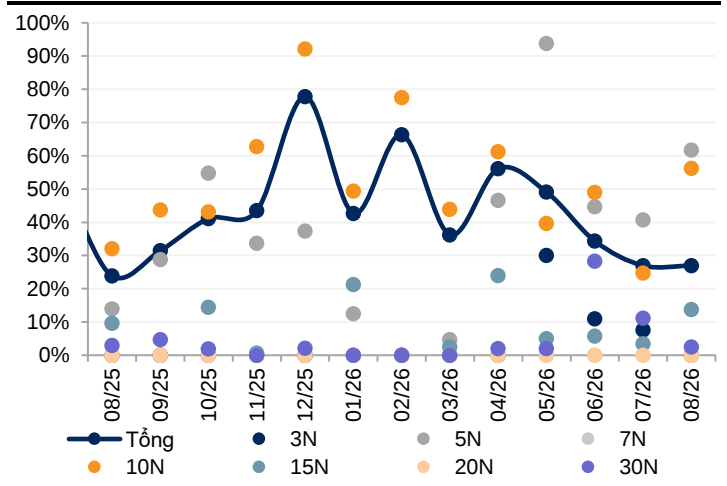
Giá trị trúng thầu T8/26 cải thiện so với tháng trước, đạt 31,1 nghìn tỷ đồng (+67,2% svtt)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Tỷ lệ trúng thầu TPCP các kỳ hạn theo tháng

Tỷ lệ trúng thầu theo đó cải thiện ở tất cả các kỳ hạn lên gần 52% (cao hơn T7/26: 27%)



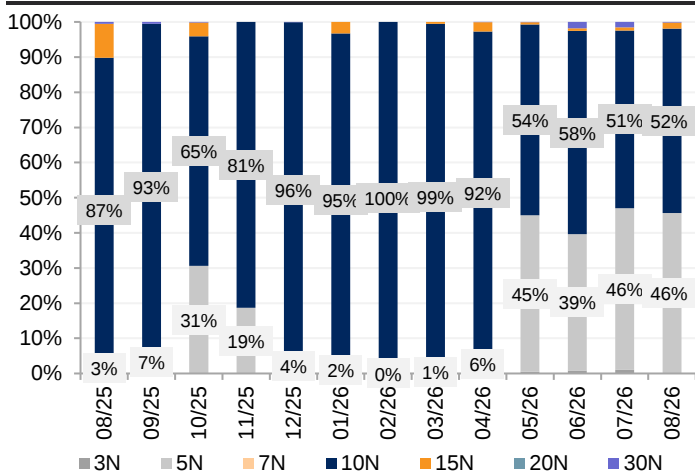
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Tỷ lệ trúng thầu cải thiện ở hầu hết các kỳ hạn nhờ thanh khoản hệ thống ngân hàng có xu hướng cải thiện. Tỷ lệ trúng thầu tháng 8 tăng lên gần 52%, cao hơn mức 27% của tháng 7 và 43% của tháng 6 (Hình 18) do. Trong đó, tỷ lệ trúng thầu TPCP kỳ hạn 10 năm tăng trở lại lên mức 56% (từ mức thấp 25% tháng 7) và kỳ hạn 5 năm lên 62% (từ mức 41% tháng 7).

Lợi suất trúng thầu ở các kỳ hạn tăng nhẹ, biên độ tăng thu hẹp đáng kể. Lợi suất tăng 1-5 điểm cơ bản svtt (Hình 20), chủ yếu tại các kỳ hạn 5, 10 và 30 năm, thu hẹp đáng kể so với biên độ biến động 5-10 điểm cơ bản thường thấy ở các tháng trước. Nguyên nhân chủ yếu do thanh khoản hệ thống ổn định hơn và tỷ lệ trúng thầu cải thiện đã giúp cung-cầu tại các phiên đấu thầu cân bằng hơn, giảm bớt áp lực phải điều chỉnh mạnh lợi suất để thu hút nhà đầu tư.

Hình 19: Cơ cấu kỳ hạn giá trị phát hành TPCP theo tháng

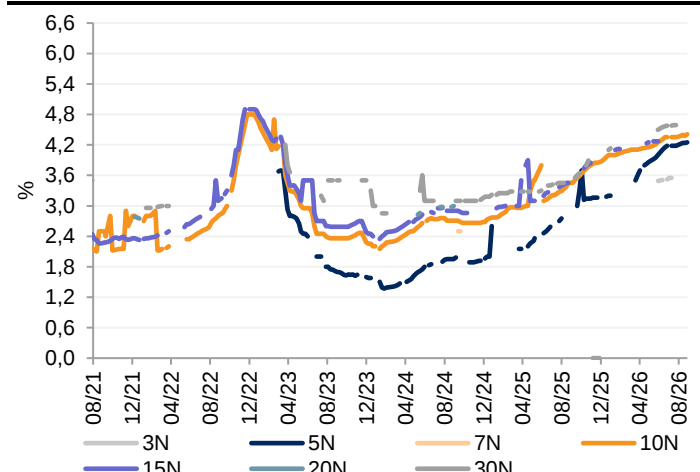
Giá trị trúng thầu TPCP T8/26 kỳ hạn 10 năm và 5 năm tiếp tục chiếm phần lớn, lần lượt 52% và 46% tổng giá trị



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: Lợi suất trúng thầu TPCP các kỳ hạn theo tháng

Lợi suất trúng thầu ở các kỳ hạn tăng nhẹ với biên độ thu hẹp so với các tháng trước (+1-5bps), chủ yếu tại các kỳ hạn 5, 10 và 30 năm



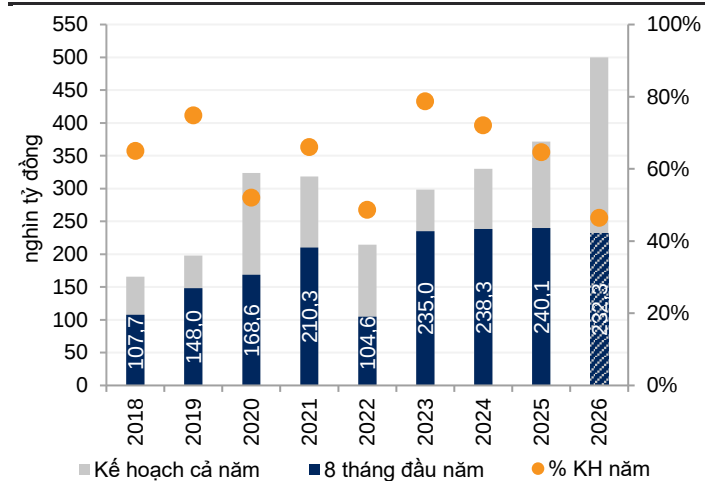
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 7/9/2026

Tiền độ phát hành TPCP bắt tốc rõ rệt hơn trong tháng 8, khi KBNN chủ động đẩy nhanh khối lượng huy động từ giữa quý để đón đầu nhu cầu vốn giải ngân đầu tư công đang tăng tốc trong nửa cuối năm. Lũy kế 8T26, tổng giá trị TPCP trúng thầu đạt 232,3 nghìn tỷ đồng TPCP (Hình 21), giảm 3,3% svck và hoàn thành 46,5% kế hoạch cả năm. Theo kế hoạch quý, KBNN đã hoàn thành 41,4% kế hoạch phát hành Q3/26 (Hình 22), tăng tốc đáng kể so với mức 15,5% tính đến hết tháng 7, phản ánh KBNN đang đẩy nhanh tiến độ phát hành ngay từ giữa quý để tránh dồn áp lực huy động vào giai đoạn cuối quý.

Hình 21: Giá trị phát hành TPCP lũy kế theo các năm

GTPH lũy kế 8T26 đạt 232,3 nghìn tỷ đồng (~46,5% KH năm), còn khối lượng lớn gần 270 nghìn tỷ cần phát hành trong 4 tháng còn lại



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Giá trị phát hành TPCP và kế hoạch phát hành

GTPH hoàn thành T8/26 tăng tốc, đưa mức hoàn thành kế hoạch Q3 lên 41,4% (từ 15,5% trong T7)

Kỳ hạn	T8/26	8T26	KHPH Q3/26	% KHPH Q3/26	% KHPH 2026
3	-	545	5.000	3,8%	1,4%
5	14.207	50.012	35.000	65,0%	50,0%
7	-	-	2.000	0,0%	0,0%
10	16.300	177.650	60.000	42,8%	77,2%
15	550	3.247	14.000	5,2%	3,8%
20	-	-	2.000	0,0%	0,0%
30	50	815	2.000	16,5%	3,3%
Tổng	31.107	232.269	120.000	41,4%	46,5%

Nguồn: HNX, VBMA, VNDIRECT RESEARCH

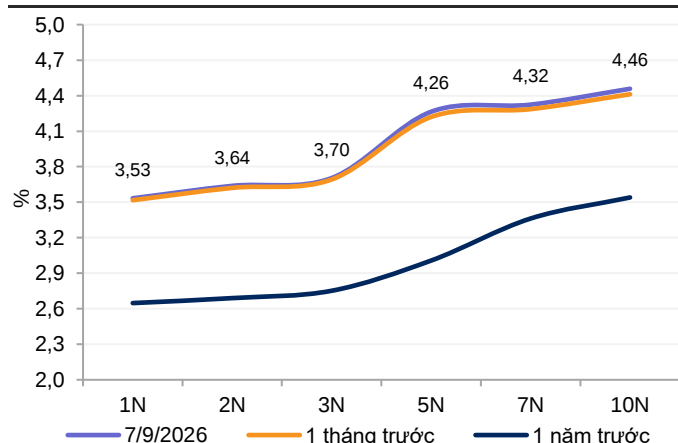
Thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP tăng chậm lại

Trên thị trường giao dịch TPCP thứ cấp, lợi suất tăng nhẹ từ 1 - 5 điểm cơ bản sv với tháng trước trên các kỳ hạn (Hình 23). Tính đến ngày 7/9, lợi suất kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt ở mức 4,26% (+4bps svtt; +101bps sv cuối năm 2025) và 4,46% (+5bps svtt; +42bps svck). So với tháng trước, lợi suất thu hẹp biên độ tăng với các kỳ hạn chỉ nhích tăng rất nhẹ và gần như đi ngang theo tháng (Hình 23). Đà tăng lợi suất chững lại nhiều khả năng do thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào hơn trong giai đoạn 1-2 tháng gần đây, giúp lực cầu trái phiếu từ khối NHTM được duy trì ổn định hơn, hấp thụ bớt áp lực bán ra.

Hình 23: Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp theo giai đoạn

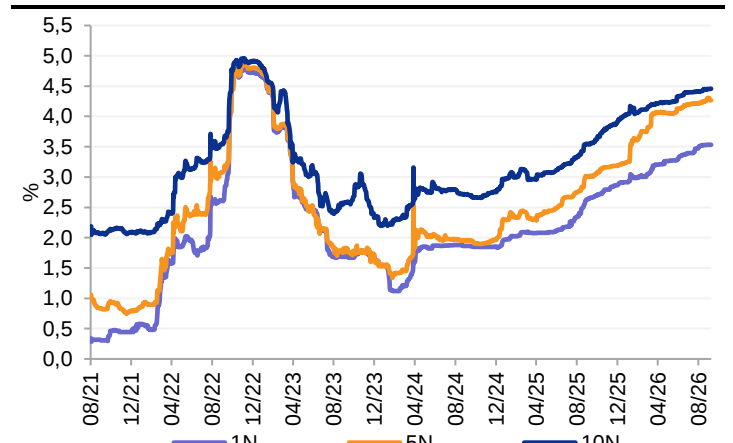
Lợi suất TPCP thị trường 2 ở các kỳ hạn thu hẹp biên độ tăng, nhích nhẹ quanh 1-5bps sv tháng trước



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 24: Tổng quan lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp

Đà tăng chững lại nhiều khả năng do mặt bằng lợi suất đã phản ánh phần lớn kỳ vọng của thị trường, khiến dư địa điều chỉnh thu hẹp dần



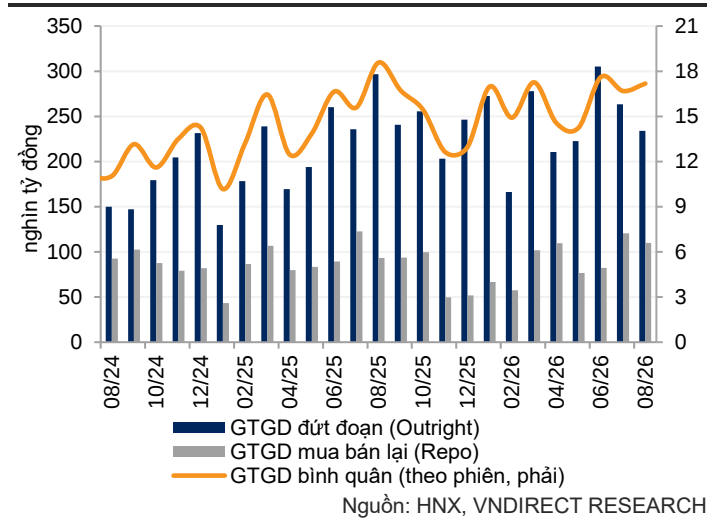
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giao dịch TPCP thứ cấp tháng 8 giảm nhẹ, dòng tiền tập trung vào các kỳ hạn ngắn và trung hạn

Tổng giá trị giao dịch (GTGD) trái phiếu tháng 8 đạt khoảng 343,6 nghìn tỷ đồng (-10,5% svtt, -11,9% svck), hạ nhiệt nhẹ so với tháng trước chủ yếu do ít phiên giao dịch trong tháng hơn. Trong đó, tổng GTGD Outright chiếm gần 70% khối lượng giao dịch, đạt 233,8 nghìn tỷ đồng (-11,2% svtt; -21,2% svck) (Hình 25). Phần còn lại là GTGD Repos cũng hạ nhiệt nhẹ theo tháng, đạt 109,8 nghìn tỷ đồng (-8,9% svtt; +17,8% svck), chủ yếu do nhu cầu dùng TPCP làm tài sản đảm bảo cho vay vốn ngắn hạn giảm bớt khi thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào hơn trong phần lớn tháng 8.

Hình 25: Giá trị giao dịch TPCP thị trường thứ cấp theo tháng

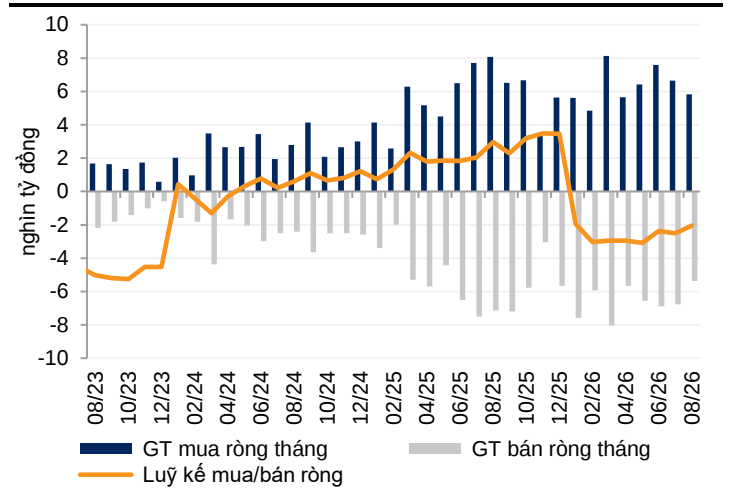
GTGD bình quân thị trường T8/26 đạt ~17,2 nghìn tỷ đồng/phiên, tăng nhẹ so với tháng 7 do ít số phiên giao dịch hơn



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 26: Giá trị mua/bán ròng của khối ngoại theo tháng

Khối ngoại T8/26 mua ròng ~453 tỷ đồng, đảo chiều sau khi bán ròng nhẹ vào tháng 7



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 7/9/2026

GTGD bình quân tháng 8 theo đó tăng lên 17,2 nghìn tỷ đồng/phiên (+3,0% svtt; -7,5% svck) (Hình 25), do có ít ngày giao dịch hơn tháng 7 (~16,7 nghìn tỷ đồng/phiên). Trong đó, nhà đầu tư nội địa vẫn chiếm phần lớn tỷ trọng giao dịch, cho thấy dòng tiền nội địa vẫn cho thấy sự hiện hữu và ổn định trên thị trường thứ cấp khi nhóm NHTM tiếp tục cần phân bổ vốn vào tài sản thanh khoản cao.

Trên thị trường giao dịch Outright, nhà đầu tư nước ngoài quay trở lại mua ròng 452,8 tỷ đồng trong tháng 8 (Hình 26), đảo chiều xu hướng bán ròng tháng trước (tháng 7: -128 tỷ đồng), phần nào do bối cảnh thị trường đón đầu sự kiện chính thức nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên nhóm thị trường mới nổi thứ cấp, thúc đẩy dòng vốn ngoại giải ngân đón đầu ở cả kênh cổ phiếu lẫn trái phiếu. Theo đó, mức lũy kế bán ròng từ đầu năm được thu hẹp xuống khoảng 2,0 nghìn tỷ đồng (từ khoảng 2,5 nghìn tỷ đồng trong 7T26), thấp hơn mức mua ròng gần 3,0 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm trước (Hình 26).

Trái phiếu doanh nghiệp

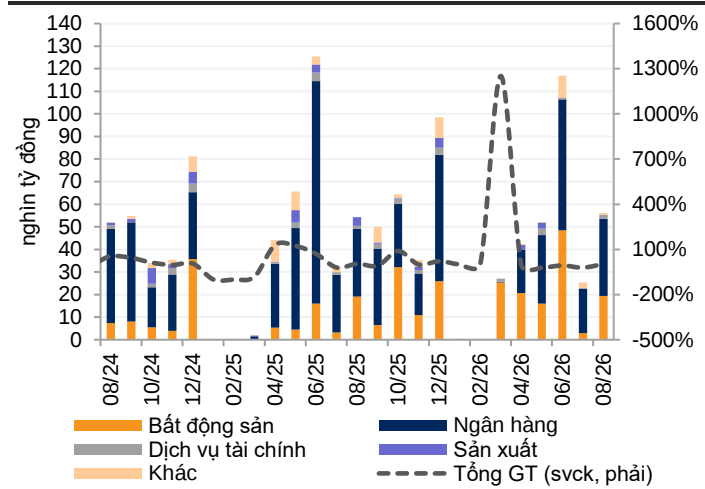
Ngành Ngân hàng tiếp tục dẫn dắt thị trường trái phiếu PHRL

Theo dữ liệu từ Sở GDCK Hà Nội, lũy kế 8T26 tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ (TPDNRL) đạt khoảng 320,2 nghìn tỷ đồng (-1,0% svck) theo trích xuất đến ngày công bố thông tin 8/9/2026. Trong đó giá trị phát hành (GTPH) nhóm Ngân hàng vươn lên chiếm tỷ trọng lớn nhất với 161,5 nghìn tỷ đồng (Hình 28), theo sau là nhóm Bất động sản (BDS) (133,4 nghìn tỷ đồng; 2,8x svck).

Tính riêng tháng 8, hoạt động phát hành trên thị trường TPDNRL cải thiện đáng kể, với tổng 47 đợt PHRL (cao hơn tháng 7: 32 đợt) và tổng GTPH đạt 56,1 nghìn tỷ đồng (2,2x svtt; +3,5% svck) (Hình 27). Ngành Ngân hàng tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất với ~61% tổng GTPH (thấp hơn tháng 7: 78%), theo sau là BĐS chiếm 35% (cao hơn tháng 7: 12%) (Hình 29). Trong đó, ngành Ngân hàng tăng tốc phát hành theo tháng với 34,1 nghìn tỷ đồng (+73,3% svtt; +14,2% svck), theo sau là BĐS với khoảng 19,4 nghìn tỷ đồng (6,5x svtt; +1,4% svck) (Hình 27). Diễn biến cho thấy nhu cầu huy động vốn trung dài hạn của khối Ngân hàng vẫn tăng tốc để đáp ứng nhu cầu vốn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng những tháng cuối năm. Đồng thời nhóm BĐS cho thấy trong tháng 8 có nhiều đợt trái phiếu phát hành từ đa dạng tổ chức phát hành hơn (Hình 35), so với chỉ duy nhất 2 lô trái phiếu (từ một tổ chức phát hành là CTCP Vinhomes) trong tháng 7.

Hình 27: Giá trị phát hành TPDNRL theo tháng

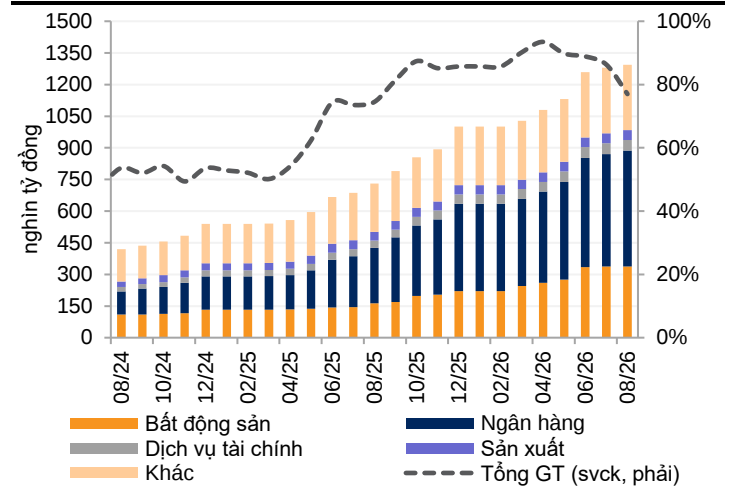
Giá trị phát hành T8/26 cải thiện đáng kể, đạt 56,1 nghìn tỷ đồng (2,2x svtt; +3,5% svck), tập trung ở trái phiếu Ngân hàng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 28: Tổng giá trị lưu hành TPDNRL lũy kế

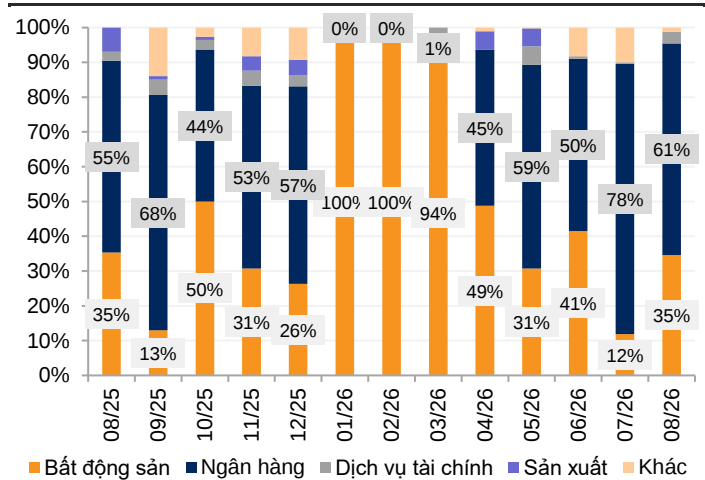
Ước tính khoảng 1,293.4 nghìn tỷ đồng GT trái phiếu riêng lẻ lưu hành trên thị trường kể từ tháng 1/2022 đến tháng 9/2026



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Cơ cấu ngành phát hành TPDNRL theo tháng

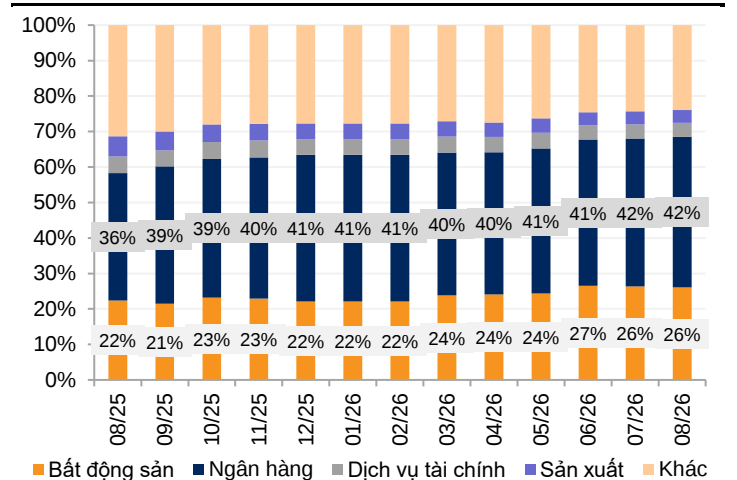
Giá trị phát hành T8/26 ngành Ngân hàng và BĐS đều tăng so với tháng trước, đạt lần lượt là 34,1 và 19,4 nghìn tỷ đồng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 30: Cơ cấu ngành lưu hành TPDNRL lũy kế

Ngành Ngân hàng chiếm phần áp đảo với ~42% tổng GT lưu hành TPDNRL lũy kế 5 năm gần đây



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 8/9/2026

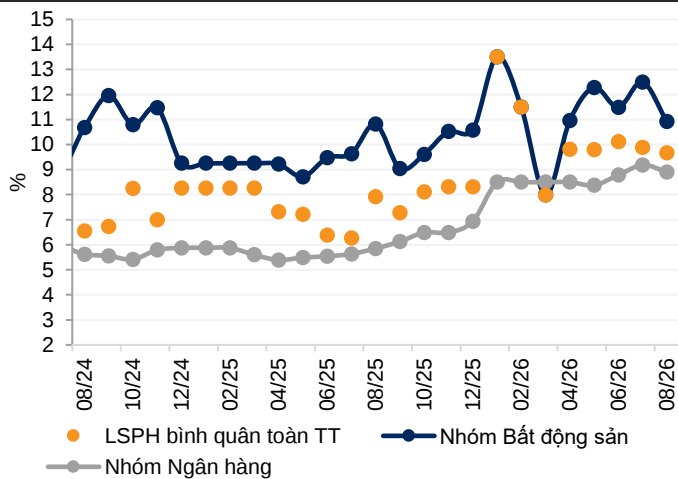
Lãi suất phát hành TPDNRL bình quân tháng 8 toàn thị trường giảm. Cụ thể, lãi suất bình quân toàn thị trường hạ xuống 9,7%/năm từ 9,9% trong tháng 7 (Hình 31) nhờ đà tăng lãi suất thị trường (huy động chứng lại), đồng thời cơ cấu phát hành tháng 8 nghiêng nhiều hơn về nhóm Ngân hàng (vốn có lãi suất

phát hành thấp hơn đáng kể so với BĐS), qua đó kéo mặt bằng bình quân toàn thị trường xuống.

Đối với ngành BĐS, lãi suất phát hành bình quân gia quyền toàn ngành giảm xuống 10,9% (-1,6 điểm % svtt; +0,3 điểm % sv cuối 2025) (Hình 31), phần lớn do ngành này trong có nhiều đợt phát hành hơn trong tháng 8, kéo mức lãi suất bình quân xuống thấp hơn so với tháng 7 (thời điểm chỉ có 2 đợt phát hành). Tuy nhiên các lô trái phiếu giá trị lớn vẫn ghi nhận mức lãi suất cao, cụ thể: CTCP Vinhomes (VHM12615; 2 nghìn tỷ đồng) với 12,5%/năm, và CTCP Phát triển Bất động sản Hưng Long (HULL12602; 7 nghìn tỷ đồng) với 10,6%/năm (Hình 35). Đối với ngành Ngân hàng, lãi suất phát hành bình quân gia quyền toàn ngành hạ xuống mức 8,9% từ khoảng 9,2%/năm sau khi điều chỉnh chốt dữ liệu tháng 7 (-0,3 điểm % svtt; +2,0 điểm % sv cuối 2025) (Hình 31). Trong đó, không có lô trái phiếu nào thuộc ngành Ngân hàng ghi nhận mức lãi suất $\geq 10\%$ /năm tính đến thời điểm công bố 8/9 (Hình 35).

Hình 31: Lãi suất phát hành TPDNRL bình quân

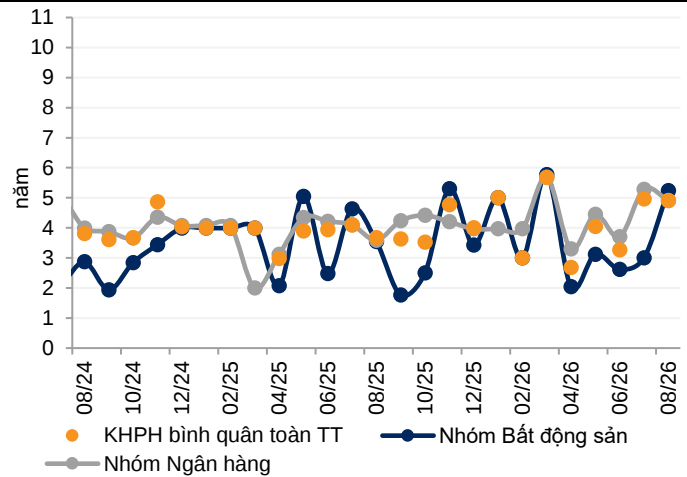
LSPH bình quân nhóm Ngân hàng (-0,3đpt) và BĐS (-1,6đpt), đã giảm do chi phí vốn đầu vào của các tổ chức phát hành hạ nhiệt theo mặt bằng lãi suất huy động và LSLNH



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 32: Kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân

Kỳ hạn PH bình quân nhóm Bất động sản tăng so với tháng trước phần lớn do có nhiều và đa dạng lô trái phiếu hơn



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

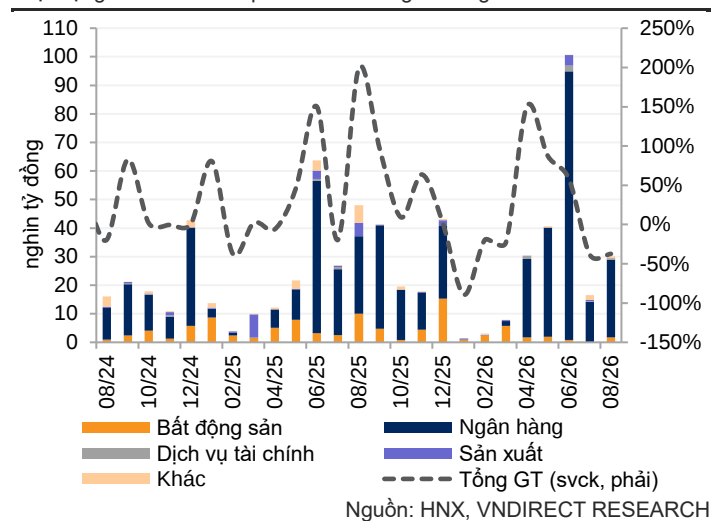
Kỳ hạn phát hành bình quân giảm nhẹ theo tháng do cơ cấu phát hành. Kỳ hạn phát hành bình quân tháng 8 toàn thị trường giảm nhẹ xuống 4,9 năm (tháng 7: 5,0 năm) (Hình 32), chủ yếu do ngành Ngân hàng giảm kỳ hạn phát hành (bình quân giảm 0,4 điểm xuống 4,9 năm) khi nhóm này chiếm tỷ trọng phát hành lớn nhất trong tháng. Ngược lại, việc đợt phát hành ngành BĐS tăng theo tháng, kết hợp với đa dạng lô trái phiếu kỳ hạn dài hơn, đã kéo kỳ hạn bình quân của nhóm Bất động sản lên 5,2 năm (tháng 7: 3,0 năm) (Hình 32).

Tính riêng tháng 8, giá trị mua lại trước hạn TPDNRL tăng lên 30,1 nghìn tỷ đồng (+82,2% svtt; -37,3% svck) (Hình 33). Giá trị mua lại tăng theo tháng chủ yếu do hoạt động đảo vòng vốn của khối Ngân hàng diễn ra đồng pha với đợt tăng tốc phát hành trong tháng. Theo đó, nhóm Ngân hàng chiếm phần lớn với ~91% tổng giá trị mua lại trong tháng, đạt 27,3 nghìn tỷ đồng (1,9x svtt), với hầu hết các lô trái phiếu mua lại hoàn toàn giá trị thanh toán gốc. Ngành BĐS có 1,7 nghìn tỷ đồng mua lại tính đến ngày công bố 8/9/2026.

Chúng tôi ước tính tổng giá trị TPDNRL đáo hạn trong tháng 9/2026 khoảng 22,5 nghìn tỷ đồng (+2,9% svtt) (Hình 34). Trong đó nhóm Ngân hàng chiếm khoảng 60% tổng giá trị (ước tính ~13 nghìn tỷ đồng; -13% svtt). Trong 4 tháng còn lại của năm 2026, tổng TPDNRL đáo hạn dự kiến ở mức ~97 nghìn tỷ đồng, theo đó áp lực TP đáo hạn dự kiến ở mức bình quân khoảng 24,2 nghìn tỷ đồng/tháng, trong đó nhóm Ngân hàng khoảng 14,9 nghìn tỷ đồng/tháng.

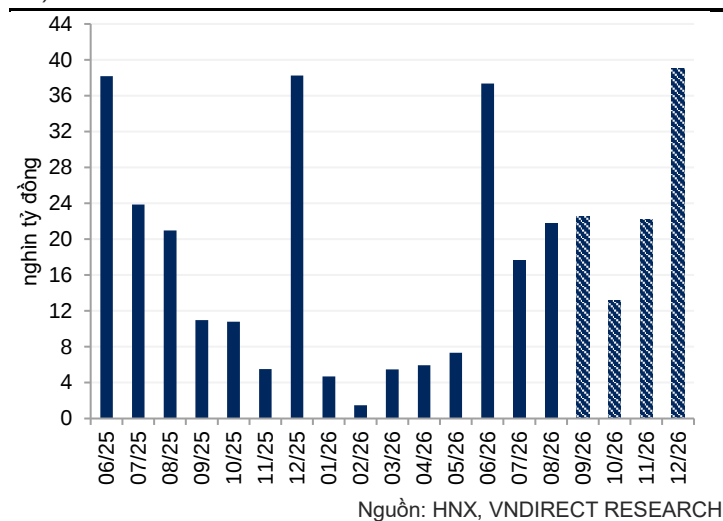
Hình 33: Giá trị mua lại trước hạn TPDNRL theo tháng

Giá trị TPDN mua lại trước hạn T8/26 đạt 30,1 nghìn tỷ đồng chủ yếu do hoạt động rollover vốn cấp 2 của nhóm Ngân hàng



Hình 34: Giá trị TPDNRL đáo hạn theo tháng

Giá trị TPDN đáo hạn T9/26 ước tính khoảng 22,5 nghìn tỷ đồng (+2,9% svtt)



Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 8/9/2026

Hình 35: Danh sách một số đợt phát hành TPDNRL quy mô lớn trong T8/26

STT	Tên doanh nghiệp	Ngành nghề	Ngày phát hành	Tổng giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn (năm)	Lãi suất phát hành (%/năm)
1	SHB - Ngân hàng TMCP Sài Gòn - Hà Nội	Ngân hàng	27/08/2026	1.000,0	6	9,7
2	HDB - NH TMCP Phát triển thành phố Hồ Chí Minh	Ngân hàng	27/08/2026	900,0	6	9,2
3	HULC - Công ty cổ phần phát triển Bất động sản Hưng Long	Bất động sản	28/08/2026	7.000,0	7	10,6
6	STB - Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Tài Lộc	Ngân hàng	28/08/2026	2.000,0	6	9,5
7	STB - Ngân hàng thương mại cổ phần Sài Gòn Tài Lộc	Ngân hàng	28/08/2026	1.000,0	6	9,5
8	TQDC - CÔNG TY TNHH ĐẦU TƯ KINH DOANH VÀ PHÁT TRIỂN THÀNH QUANG	Bất động sản	27/08/2026	7.000,0	5	10,6
9	DQMC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ ĐỊA ỐC ĐẠI QUANG MINH	Bất động sản	29/08/2026	1.000,0	3	11
14	HDB - NH TMCP Phát triển thành phố Hồ Chí Minh	Ngân hàng	27/08/2026	1.000,0	6	9
15	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	27/08/2026	1.000,0	6	9
16	VCB - NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	Ngân hàng	25/08/2026	1.000,0	4	8
18	KBC - TỔNG CÔNG TY PHÁT TRIỂN ĐÔ THỊ KINH BẮC - CTCP	Bất động sản	20/08/2026	700,0	3	12
19	TPB - Ngân hàng Thương mại cổ phần Tiên Phong	Ngân hàng	24/08/2026	2.000,0	3	9,1
20	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	27/08/2026	1.000,0	2	11
21	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	26/08/2026	800,0	5	8,5
22	VIB - Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	Ngân hàng	21/08/2026	3.300,0	3	9
23	VIB - Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	Ngân hàng	17/08/2026	1.000,0	3	9
24	HDB - NH TMCP Phát triển thành phố Hồ Chí Minh	Ngân hàng	20/08/2026	2.000,0	3	9
25	HDB - NH TMCP Phát triển thành phố Hồ Chí Minh	Ngân hàng	17/08/2026	1.000,0	3	8,9
26	VIB - Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	Ngân hàng	11/08/2026	2.000,0	3	9
27	VCB - NGÂN HÀNG TMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	Ngân hàng	06/08/2026	2.000,0	10	8
28	VIB - Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	Ngân hàng	04/08/2026	3.000,0	3	9
29	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	06/08/2026	2.000,0	3	12,5
30	TPB - Ngân hàng Thương mại cổ phần Tiên Phong	Ngân hàng	03/08/2026	2.000,0	3	9,1
31	VPB - NH TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	Ngân hàng	05/08/2026	1.600,0	3	8,8

Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 8/9/2026

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 Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

Đình Quang Hình – Trưởng phòng Kinh tế vĩ mô và Chiến lược thị trường

Email: hinh.dinhquang@vndirect.com.vn

Phạm An Vy – Chuyên viên Phân tích

Email: vy.phaman@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>