RONG VIET SECURITIES

BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ TRÁI PHIẾU VIỆT NAM 08/2026

TỶ GIÁ, LÃI SUẤT TRONG BỐI CẢNH THỊ TRƯỜNG TÀI CHÍNH TOÀN CẦU THẮT CHẶT

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH
Phòng Vĩ mô và Chiến lược Thị trường
phantich@vdsc.com.vn

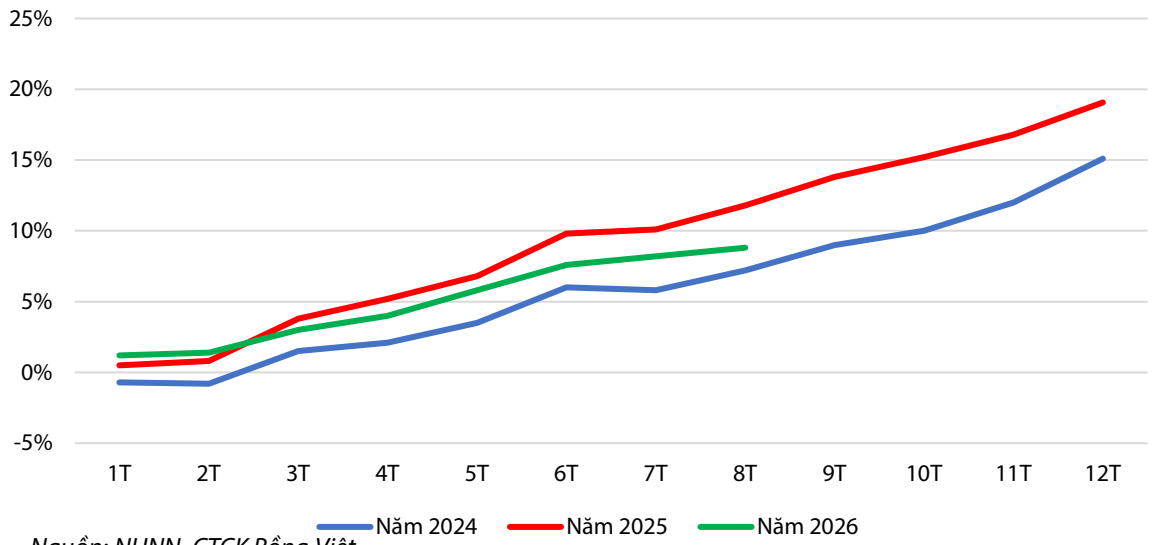


NHỮNG ĐIỂM NHẤN CHÍNH

- Hệ quả từ mặt bằng lãi suất neo ở mức cao trong thời gian dài là tốc độ huy động vốn VND tiếp tục cải thiện và tăng nhanh hơn tăng trưởng tín dụng trong T8/2026. Dù vậy, mức chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vẫn tiếp tục duy trì so với cuối năm 2025 trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng cao và gây áp lực lên mặt bằng lãi suất.
- Tuy nhiên, vấn đề còn trở nên đáng chú ý hơn khi xét đến sự thay đổi về kỳ hạn của nguồn vốn. Dòng tiền quay vòng trở lại hệ thống trong môi trường lãi suất cao không chỉ làm tăng chi phí mà còn có xu hướng dịch chuyển mạnh về phía kỳ hạn dài. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với chi phí vốn của ngân hàng. Khi tỷ trọng nguồn vốn dài hạn gia tăng, chi phí huy động (COF) thực tế có thể cao hơn đáng kể so với mức được phản ánh đơn thuần qua mặt bằng lãi suất huy động bình quân.
- Sau 2 tháng hút ròng, NHNN đã bơm ròng qua kênh OMO trong T8 (NHNN đã bơm ròng hơn 64,7 nghìn tỷ đồng trong kỳ). Qua đó đưa lượng OMO lưu hành trong hệ thống lên mức hơn 237,2 nghìn tỷ đồng (+38% so với cuối T7). Động thái bơm ròng của NHNN đã giúp lãi suất liên NH kỳ hạn qua đêm duy trì đà giảm ổn định từ đầu tháng, thậm chí đã chạm đáy 1 tháng tại 1,2% vào phiên ngày 27/8. Ngoài nguồn Tiền gửi Kho Bạc thì việc duy trì lượng OMO ở mức hợp lý là cần thiết để ổn định lãi suất liên ngân hàng. Trong kỳ tháng 8, việc lượng OMO tăng trở lại là dấu hiệu tích cực, góp phần hạ nhiệt mặt bằng lãi suất liên ngân hàng. Tuy nhiên, sự thiếu ổn định của mặt bằng lãi suất liên ngân hàng là điều cần lưu ý, do đó, việc điều tiết lượng OMO thời gian đến cần được theo dõi sát sao.
- Đà giảm của đồng USD, chênh lệch lãi suất VND-USD vẫn duy trì ở vùng dương, cùng với việc thâm hụt thương mại trong T8 giảm mạnh 97% so với T7 đã giúp tỷ giá USD/VND tiếp tục hạ nhiệt tích cực trong kỳ và chênh lệch giá vàng trong nước – thế giới thu hẹp mạnh, qua đó góp phần giảm áp lực lên thị trường ngoại tệ. Mặc dù đồng nội tệ duy trì vị thế khá ổn định trong thời gian qua, chúng tôi cho rằng vẫn còn các áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới khi đồng USD được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi giá dầu, trong bối cảnh xung đột Trung Đông vẫn còn phức tạp. Ngoài ra, xác suất về việc Fed tiếp tục tăng lãi suất trong năm nay vẫn hiện hữu. Thêm vào đó, rủi ro từ các chính sách thuế quan của Mỹ cũng có thể là yếu tố gây áp lực lên tỷ giá trong nước. Ở chiều ngược lại, đồng VND được kỳ vọng vẫn sẽ được hỗ trợ bởi: (1) Mặt bằng lãi suất cao trong nước; (2) Dòng vốn đầu tư FDI tích cực; (3) Kỳ vọng thâm hụt thương mại sẽ dần thu hẹp về cuối năm khi khối lượng nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu trong các tháng đầu năm sẽ chuyển hóa thành hàng hóa khi bước vào mùa cao điểm sản xuất.
- Dù tỷ giá tự do đang hạ nhiệt, NHNN vẫn giữ dư địa cho tỷ giá tăng trở lại: cơ quan điều hành từng bước nâng tỷ giá trung tâm (ngày 15/9/2026: NHNN đã nâng tỷ giá trung tâm lên mức 25.617) để phòng rủi ro nhập siêu nới rộng trở lại và khả năng thị trường định giá lại chính sách FED theo hướng thắt chặt hơn.
- Trong ngắn hạn, lợi suất TPCP có khả năng đi ngang đến tăng nhẹ, đặc biệt tại các kỳ hạn 5 - 10 năm. Lực cầu trên thị trường sơ cấp suy yếu và lượng phát hành chưa đạt kế hoạch có thể tạo áp lực nhất định lên lợi suất. Bên cạnh đó, xu hướng tăng trở lại của lợi suất TPCP Mỹ và trái phiếu tại các thị trường phát triển trước những lo ngại về lạm phát và tài khóa cũng có thể tác động đến mặt bằng lợi suất trong nước. Ở chiều ngược lại, Ngân hàng Nhà nước vẫn duy trì lượng nghiệp vụ thị trường mở (OMO) lưu hành ở mức lớn, trong khi thanh khoản ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng tương đối ổn định. Những yếu tố này giúp hạn chế áp lực lên mặt bằng lợi suất, qua đó khả năng lợi suất TPCP tăng nhanh trong ngắn hạn vẫn tương đối thấp.
- Lũy kế 8 tháng đầu năm, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành đạt 348.980 tỷ đồng. Ngân hàng vẫn là nhóm phát hành lớn nhất, chiếm 54% tổng giá trị, tiếp đến là bất động sản với 39%. Trong khi dòng vốn trên thị trường nghiêng về ngân hàng, nhóm bất động sản lại đối mặt với mặt bằng chi phí huy động cao hơn đáng kể. Lãi suất coupon bình quân trái phiếu ngân hàng trong tháng 8 ở mức khoảng 8,7%/năm, trong khi trái phiếu bất động sản lên tới 12,2%/năm.
- Fed đang đứng giữa những lựa chọn khó khăn nhất trong nhiều năm về chính sách lãi suất với nhiều ràng buộc như ổn định lợi suất TPCP Mỹ, kỳ vọng thị trường. Trong bối cảnh vĩ mô Việt Nam vẫn có những điểm tích cực như tỷ giá đang giảm, thanh khoản ngắn hạn cải thiện, dòng vốn vào vẫn đang tốt thì một cú sốc "diều hâu" từ Fed có thể gây nhiễu ngắn hạn, nhưng khả năng biến thành một đợt tăng lãi suất VND kéo dài là không cao. Tuy nhiên, với môi trường lãi suất quốc tế giữ ở mức cao thì việc huy động vốn thông qua phát hành TPCP bằng USD của Bộ Tài chính sẽ đối mặt với chi phí không rẻ.

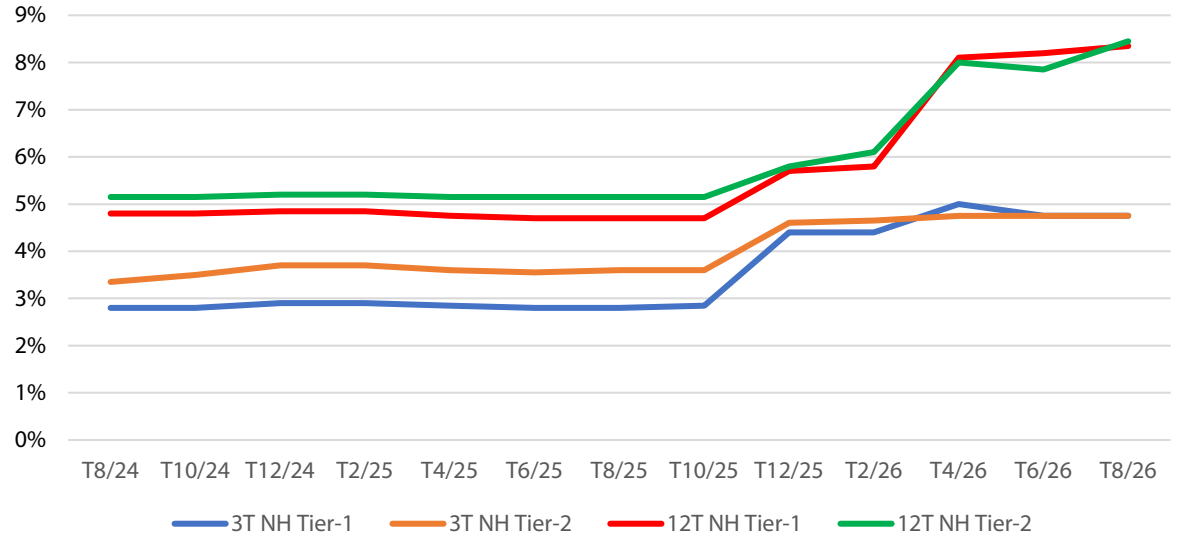
MẶT BẰNG LÃI SUẤT NEO Ở MỨC CAO: SỰ DỊCH CHUYỂN KỲ HẠN CỦA NGUỒN VỐN

Tăng trưởng tín dụng qua các tháng (lũy kế) giai đoạn 2024-2026



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Diễn biến lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng

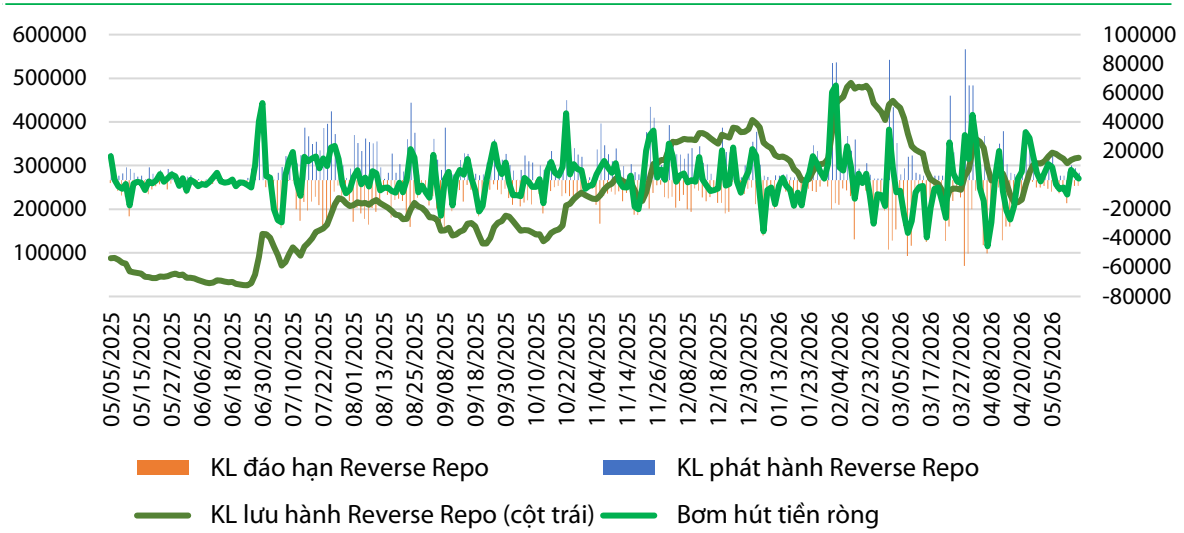


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

- Đà tăng của lãi suất huy động tiếp tục duy trì trong T8, mặt bằng lãi suất huy động điều chỉnh với mức tăng từ 0,1 – 0,5 điểm phần trăm ở các kỳ hạn 6 - 24T. Nhờ mặt bằng lãi suất neo ở mức cao, tốc độ huy động vốn VND tiếp tục cải thiện và tăng nhanh hơn tăng trưởng tín dụng trong T8 (cần tiếp tục theo dõi trong thời gian tới). Tính đến ngày 20/8, dư nợ tín dụng toàn hệ thống tăng 0,2% so với cuối T7, trong khi huy động tăng tới 1%. Dù vậy, mức chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động vẫn tiếp tục duy trì so với cuối năm 2025 trong bối cảnh nhu cầu tín dụng tăng cao (đặc biệt vốn trung, dài hạn) và gây áp lực lên mặt bằng lãi suất.
- Tuy nhiên, vấn đề còn trở nên đáng chú ý hơn khi xét đến sự thay đổi về kỳ hạn của nguồn vốn. Như chúng tôi đã phân tích, dòng tiền quay vòng trở lại hệ thống trong môi trường lãi suất cao không chỉ gia tăng về chi phí mà còn có **xu hướng dịch chuyển mạnh về phía kỳ hạn dài**. Điều này có ý nghĩa quan trọng đối với chi phí vốn của ngân hàng. Khi tỷ trọng nguồn vốn dài hạn gia tăng, chi phí huy động (COF) thực tế có thể cao hơn đáng kể so với mức được phản ánh đơn thuần qua mặt bằng lãi suất huy động bình quân.
- Ngân hàng vì vậy đang chịu áp lực từ cả hai phía: một mặt phải huy động nguồn vốn với chi phí cao và kỳ hạn dài hơn; mặt khác lại phải đối mặt với yêu cầu duy trì hoặc giảm lãi suất cho vay. Đồng thời, áp lực phát hành chứng chỉ tiền gửi (CD) và trái phiếu tổ chức tín dụng (FiBond) tiếp tục kéo cấu trúc nguồn vốn về phía kỳ hạn dài. Hệ quả là nguồn tiền gửi ở kỳ hạn ngắn ngày càng trở nên quan trọng, nhưng nguồn cung này lại phụ thuộc đáng kể vào dòng tiền từ KBNN – một nguồn vốn mà ngân hàng không thể chủ động kiểm soát. Trong bối cảnh đó, vấn đề cần được xem xét trước mắt không nhất thiết là một biện pháp can thiệp mạnh vào mặt bằng lãi suất, mà là nới rộng hơn cơ chế tiếp cận và sử dụng nguồn TGKB trong hệ thống.
- Nếu cơ chế này tiếp tục bị giới hạn, trong khi nguồn vốn dài hạn ngày càng dư thừa tương đối so với nguồn vốn ngắn hạn ngày càng khan hiếm, áp lực thanh khoản sẽ không chỉ tồn tại ở kỳ hạn dài mà có khả năng lan sang cả kỳ hạn ngắn (lãi suất huy động còn neo cao lâu hơn so với dự kiến và có thể lan sang cả kỳ hạn ngắn.

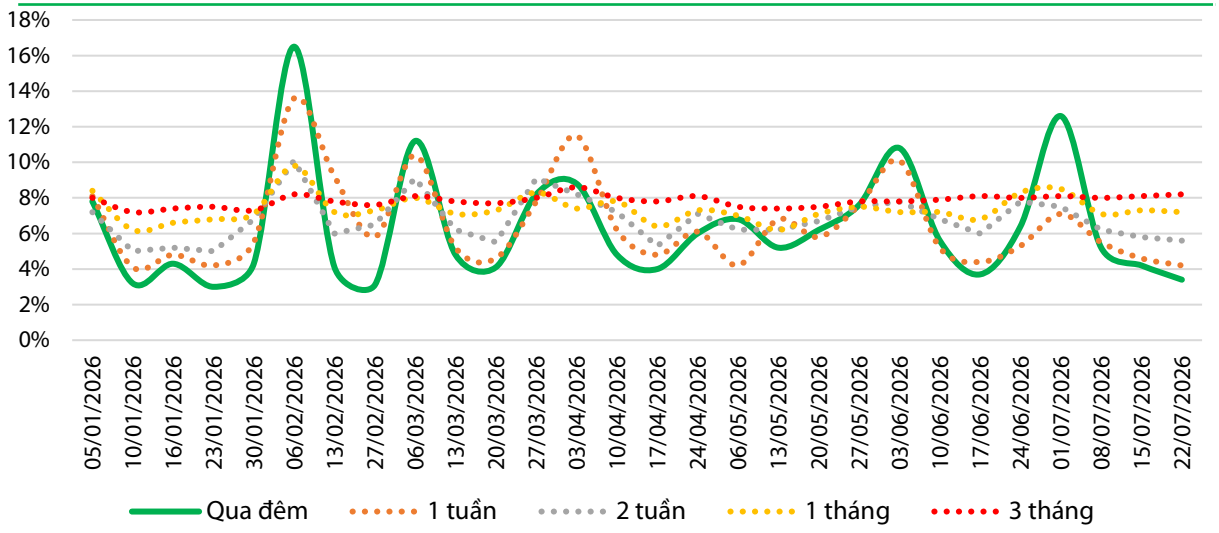
KÊNH THỊ TRƯỜNG MỞ (OMO): LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG GIẢM NHƯNG THIẾU ỔN ĐỊNH

Diễn biến trên thị trường mở giai đoạn 07/2025-07/2026 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Lãi suất liên ngân hàng từ đầu năm đến nay

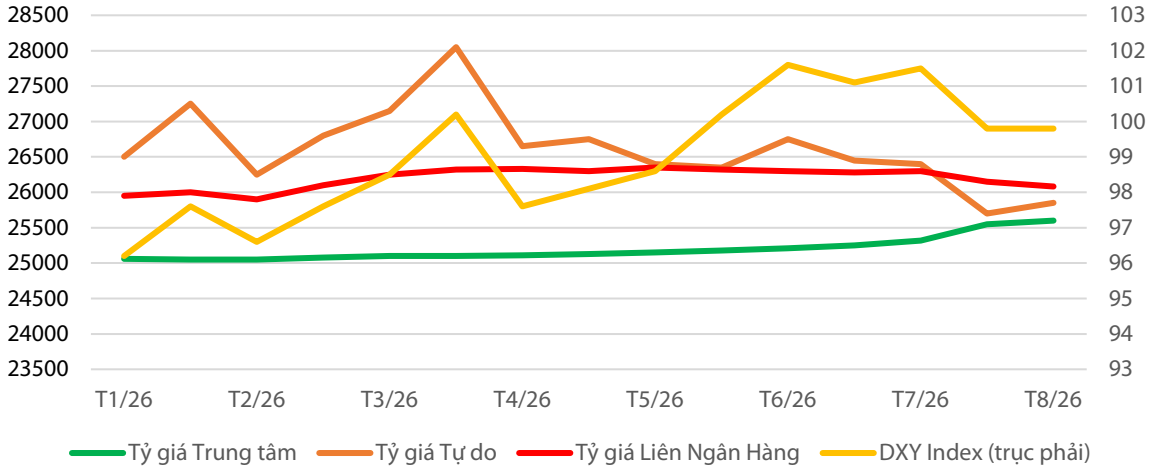


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

- Sau 2 tháng hút ròng, NHNN đã bơm ròng trở lại trong T8. Cụ thể, trong kỳ, NHNN bơm gần 232,7 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO (gấp hơn 2 lần so với T7), kỳ hạn 7 - 91 ngày và lãi suất 4,5%. Trong khi đó, lượng OMO đáo hạn đạt gần 168 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã bơm ròng hơn 64,7 nghìn tỷ đồng trong kỳ. Qua đó đưa lượng OMO lưu hành trong hệ thống lên mức hơn 237,2 nghìn tỷ đồng (+38% so với cuối T7).
- Động thái bơm ròng của NHNN đã giúp lãi suất liên NH kỳ hạn qua đêm duy trì đà giảm ổn định từ đầu tháng, thậm chí đã chạm đáy 1 tháng tại 1,2% vào phiên ngày 27/8. Đến ngày cuối tháng, lãi suất qua đêm đảo chiều tăng mạnh lên mức cao nhất kể từ cuối T6 tại 7%. Tuy nhiên, đà tăng này được cho là mang tính chất mùa vụ khi áp lực thanh khoản thường có xu hướng gia tăng trước những kỳ nghỉ lễ dài. Số liệu cập nhật đến ngày 4/9, lãi suất qua đêm đã hạ nhiệt trở lại về mức 4,4%. Đối với các kỳ hạn 1 tuần – 1 tháng, lãi suất ở thời điểm cuối T8 dao động trong khoảng 6,8% - 7%. Trong khi lãi suất kỳ hạn 6 tháng kết tháng ở mức 8,05%.
- Như đã phân tích tại kỳ báo cáo trước, ngoài nguồn Tiền gửi Kho Bạc thì việc duy trì lượng OMO ở mức hợp lý là cần thiết để ổn định lãi suất liên ngân hàng. Trong kỳ tháng 8, việc lượng OMO tăng trở lại là dấu hiệu tích cực, góp phần hạ nhiệt mặt bằng lãi suất liên ngân hàng. Tuy nhiên, sự thiếu ổn định của mặt bằng lãi suất liên ngân hàng là điều cần lưu ý, do đó, việc điều tiết lượng OMO thời gian đến cần được theo dõi sát sao (duy trì hoặc nên tăng thêm lượng OMO hiện tại và kéo dài kỳ hạn OMO).

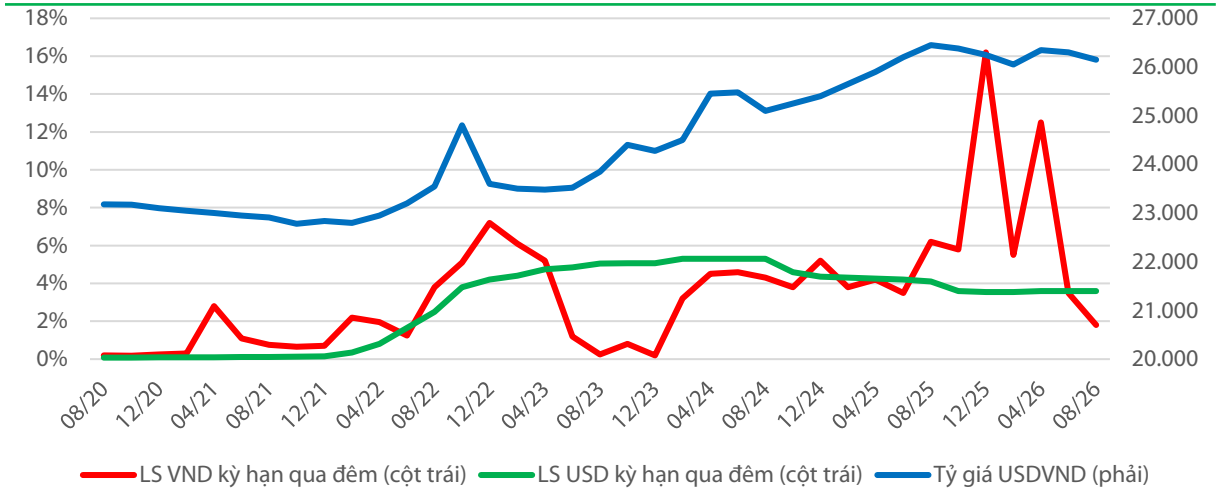
ỔN ĐỊNH TỶ GIÁ LÀ ƯU TIÊN HÀNG ĐẦU TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

Diễn biến tỷ giá từ đầu năm đến nay



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Diễn biến lãi suất liên ngân hàng và tỷ giá



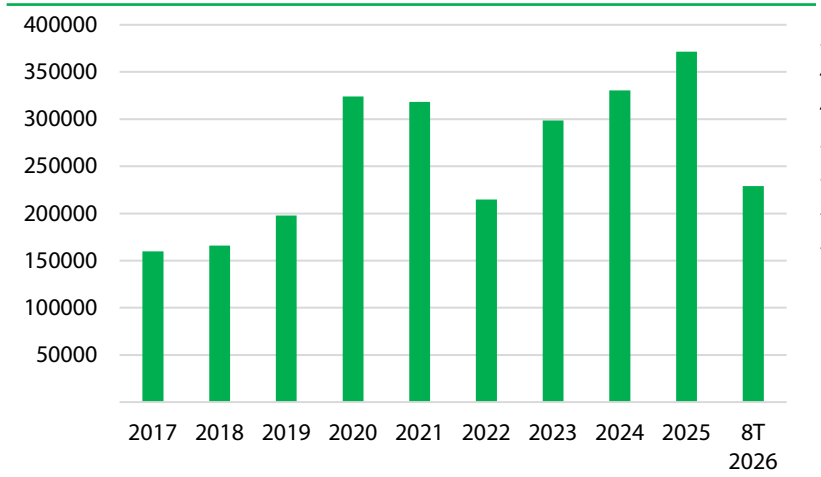
Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Đà giảm của đồng USD, chênh lệch lãi suất VND-USD vẫn duy trì ở vùng dương, cùng với việc thâm hụt thương mại trong T8 giảm mạnh 97% so với T7 đã giúp tỷ giá USD/VND tiếp tục hạ nhiệt tích cực trong kỳ và chênh lệch giá vàng trong nước – thế giới thu hẹp mạnh, làm giảm động cơ nhập khẩu vàng không chính thức - vốn cần USD tự do, qua đó góp phần giảm áp lực lên thị trường ngoại tệ. Cụ thể, tỷ giá USD/VND liên NH đến cuối T8 ở mức 26.083 VND/USD (-0,7% YTD) - giảm 0,8% so với cuối T7, qua đó đánh dấu tháng giảm thứ 4 liên tiếp. Cùng với đó, tỷ giá tự do cũng giảm mạnh 1,5% trong tháng về mức 25.875 VND/USD (-3,9% YTD).
- Mặc dù đồng nội tệ duy trì vị thế khá ổn định trong thời gian qua, chúng tôi cho rằng vẫn còn các áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới khi đồng USD được kỳ vọng sẽ tiếp tục được hỗ trợ bởi giá dầu, khi giá dầu thế giới trong T8 đã tăng trở lại lên trên mức $90/thùng trong bối cảnh xung đột Trung Đông vẫn còn phức tạp. Ngoài ra, xác suất về việc Fed tiếp tục tăng lãi suất trong năm nay vẫn hiện hữu. Thêm vào đó, rủi ro từ các chính sách thuế quan của Mỹ cũng có thể là yếu tố gây áp lực lên tỷ giá trong nước.
- Ở chiều ngược lại, đồng VND được kỳ vọng vẫn sẽ được hỗ trợ bởi: (1) Mặt bằng lãi suất cao trong nước; (2) Dòng vốn đầu tư FDI tích cực; (3) Kỳ vọng thâm hụt thương mại sẽ dần thu hẹp về cuối năm khi khối lượng nguyên liệu đầu vào được nhập khẩu trong các tháng đầu năm sẽ chuyển hóa thành hàng hóa khi bước vào mùa cao điểm sản xuất.
- Dù tỷ giá tự do đang hạ nhiệt, NHNN vẫn giữ dư địa cho tỷ giá tăng trở lại: cơ quan điều hành từng bước nâng tỷ giá trung tâm (ngày 15/9/2026: NHNN đã nâng tỷ giá trung tâm lên mức 25.617) để phòng rủi ro nhập siêu nới rộng trở lại và khả năng Fed chuyển sang chu kỳ thắt chặt lãi suất với thời gian lâu hơn.

XU HƯỚNG NÀO CHO LÃI SUẤT CUỐI NĂM?

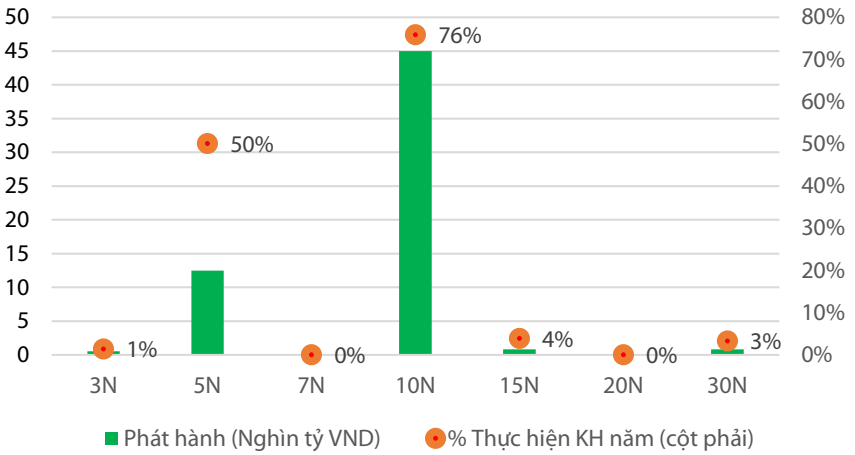
- Tỷ giá USD/VND đã giảm xuống dưới 26.000, trong khi dòng ngoại tệ tiếp tục hỗ trợ, tạo điều kiện thuận lợi hơn đáng kể cho chính sách tiền tệ trong nước. Đồng thời, thanh khoản ngắn hạn đã có dấu hiệu cải thiện, và những mất cân đối về nguồn vốn trong hệ thống có xu hướng tự điều chỉnh theo thời gian (có thể kéo dài hơn dự kiến). Trong bối cảnh đó, nếu Fed chỉ phát đi thông điệp "diều hâu" thay vì thực sự tạo thêm một cú tăng lãi suất mạnh, mức chênh lệch lãi suất VND-USD hiện tại vẫn có thể đang phản ánh quá nhiều phần bù rủi ro (premium). Rủi ro ngắn hạn vẫn tồn tại, nhưng với tỷ giá và dòng vốn vào (inflow) đang thuận lợi, khả năng cú sốc bên ngoài chuyển thành một đợt tăng lãi suất thị trường 1 kéo dài đã giảm tương đối. Do đó, khó kỳ vọng lãi suất dài hạn giảm mạnh ngay lập tức, nhưng rủi ro lãi suất tiếp tục tăng đã thấp hơn đáng kể.
- Nếu các điều kiện hiện tại duy trì, xu hướng hợp lý hơn cho cuối năm là mặt bằng lãi suất đi ngang trước khi hình thành dư địa giảm, thay vì tiếp tục tăng. Tóm lại: tỷ giá đang giảm, dòng vốn vào đang hỗ trợ, thanh khoản ngắn hạn đã bớt căng thẳng (chi tiêu công có sự cải thiện, tiền gửi Kho bạc tiếp tục gia tăng) và mất cân đối trong hệ thống đang có xu hướng tự điều chỉnh. Trong bối cảnh đó, **một cú sốc "hawkish" từ Fed** vẫn có thể gây nhiễu ngắn hạn, nhưng khả năng biến thành một đợt tăng lãi suất VND kéo dài đang thấp hơn. Vì vậy, kịch bản hợp lý cho cuối năm không phải là "lãi suất giảm mạnh", mà là không còn nhiều dư địa để lãi suất tăng và dần hình thành không gian để lãi suất giảm.
- Tuy nhiên, điểm lưu ý ở đây là quá trình lãi suất giảm sẽ không nhanh mà có thể diễn ra khá chậm do vấn đề hiện tại mang tính cấu trúc trên bảng cân đối của ngân hàng dù có nhiều thông tin về sự hỗ trợ của NHNN như tái cấp vốn cho các NHTM.

Giá trị phát hành TPCP giai đoạn 2017-nay (tỷ VNĐ)



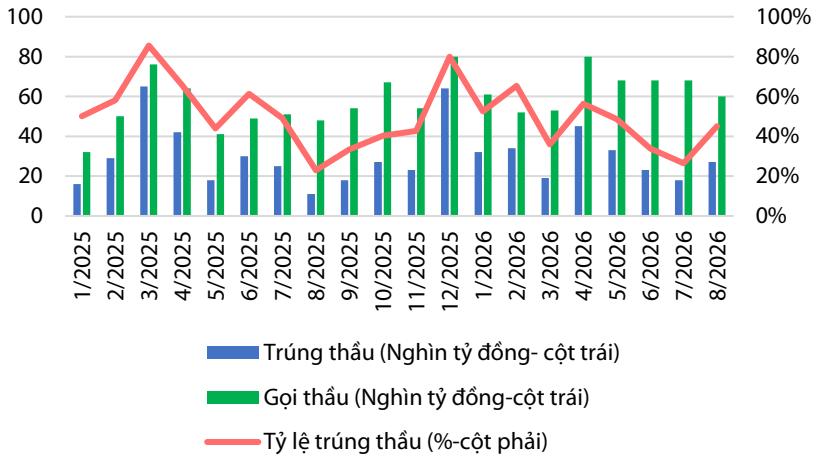
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành TPCP theo kỳ hạn



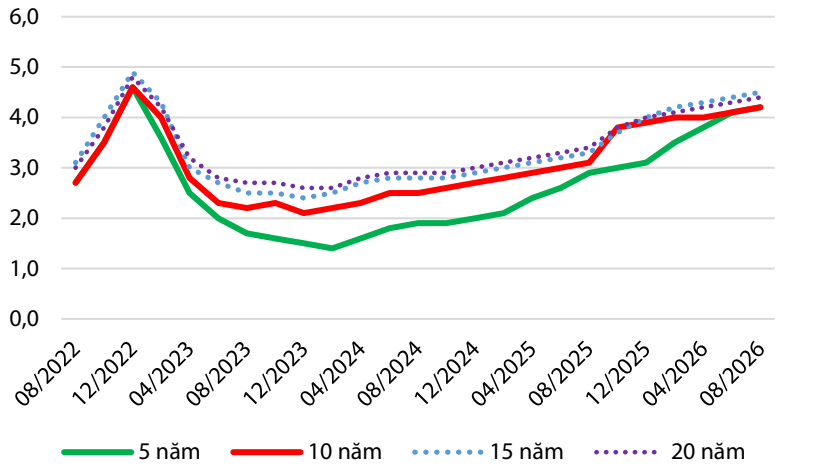
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ đặt thầu và tỷ lệ trúng thầu TPCP



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

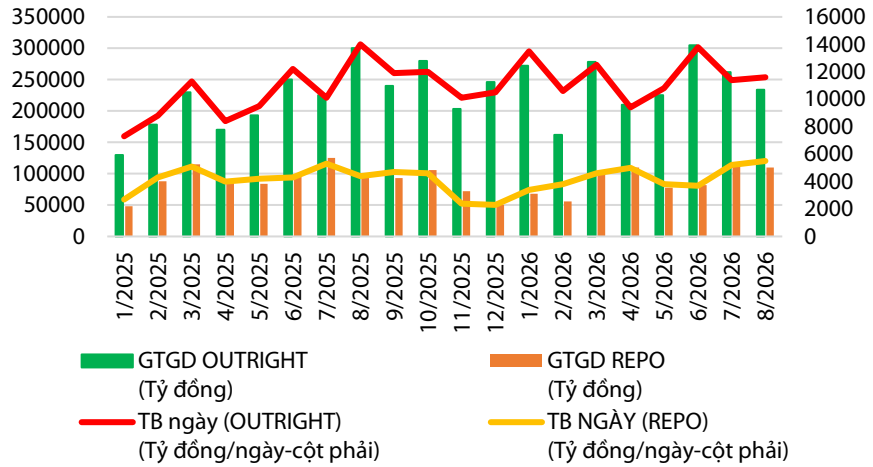
Lãi suất trúng thầu thị trường sơ cấp tại 1 số kỳ hạn phổ biến (%)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

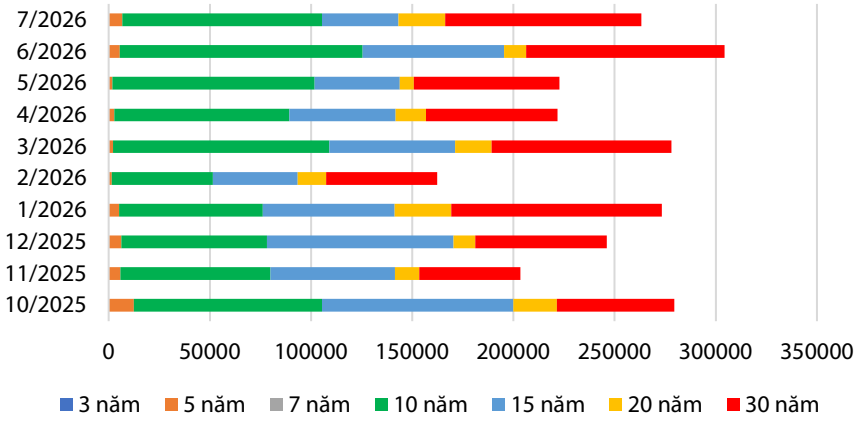
- Trong tháng 8/2026, Kho bạc Nhà nước đã tổ chức 20 phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ với tổng giá trị gọi thầu (GTGT) là 60.000 tỷ đồng, tỷ lệ trúng thầu là 46,3%.
- KBNN gọi thầu các kỳ hạn 3, 5, 10, 15, và 30 năm. Trong đó, kỳ hạn 5 năm chiếm 51,2% giá trị trúng thầu (GTTT) đạt 14.207 tỷ đồng (tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu đạt 61,8%). Kỳ hạn 10 năm trúng thầu 12,950 tỷ đồng (tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu đạt 44,7%), kỳ hạn 15 năm trúng thầu 550 tỷ đồng (tỷ lệ 13,8%) và kỳ hạn 30 năm trúng thầu 50 tỷ đồng (tỷ lệ 2,5%). Kỳ hạn 3 năm không trúng thầu. Kỳ hạn phát hành bình quân tháng 8 là 7,58 năm. Lãi suất trúng thầu trung bình đạt 4,32%/năm, tăng so với mức 4,27% trong tháng 7/2026.
- Tổng giá trị TPCP phát hành thông qua đấu thầu trong 8 tháng đầu năm 2026 là 228.921 tỷ đồng, đạt 45,8% kế hoạch cả năm (500.000 tỷ đồng). Trong đó, giá trị TPCP phát hành trong Quý III đạt 38,6% kế hoạch quý (120.000 tỷ đồng).
- Nhìn chung trong bối cảnh lãi suất huy động của hệ thống ngân hàng vẫn neo cao, nhu cầu vốn tín dụng của nền kinh tế vẫn lớn và lượng giải ngân đầu tư công vẫn chưa tăng quá mạnh làm cho nhu cầu nắm giữ và phát hành TPCP suy giảm. Bên cạnh đó, lợi suất TPCP vẫn duy trì mức thấp góp phần làm cho TPCP kém hấp dẫn.

Giá trị giao dịch TPCP (tỷ đồng)



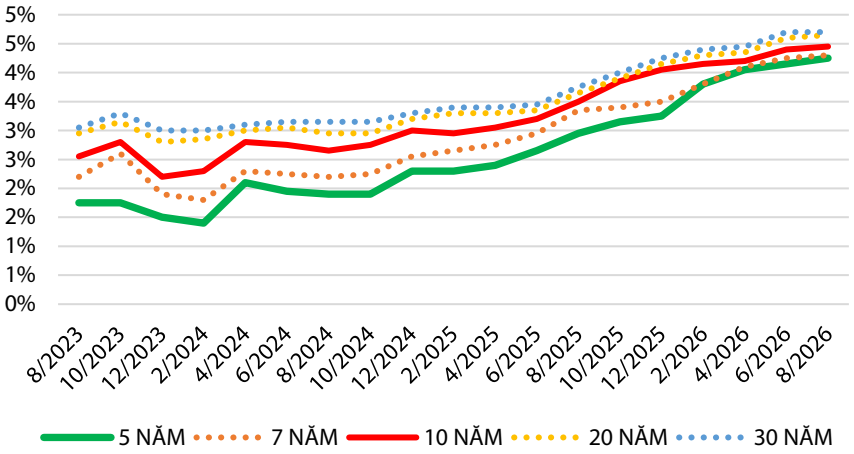
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Giá trị giao dịch theo kỳ hạn (tỷ đồng)



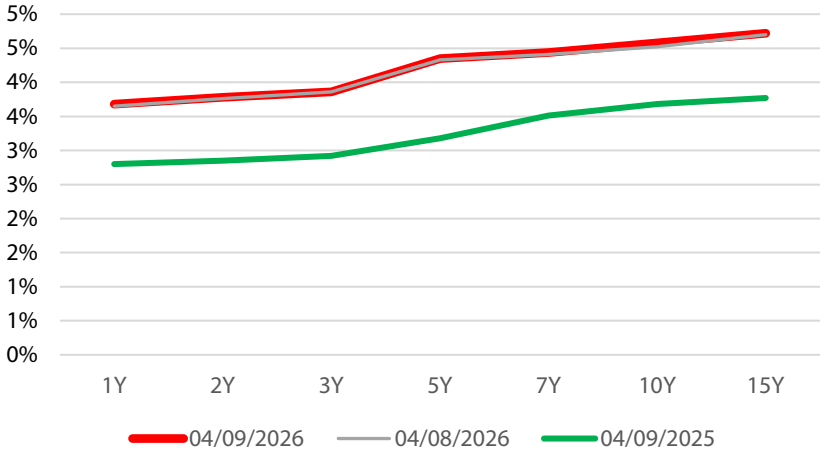
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Diễn biến lợi suất TPCP tại các kỳ hạn



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Đường cong lợi suất tại các thời điểm xác định

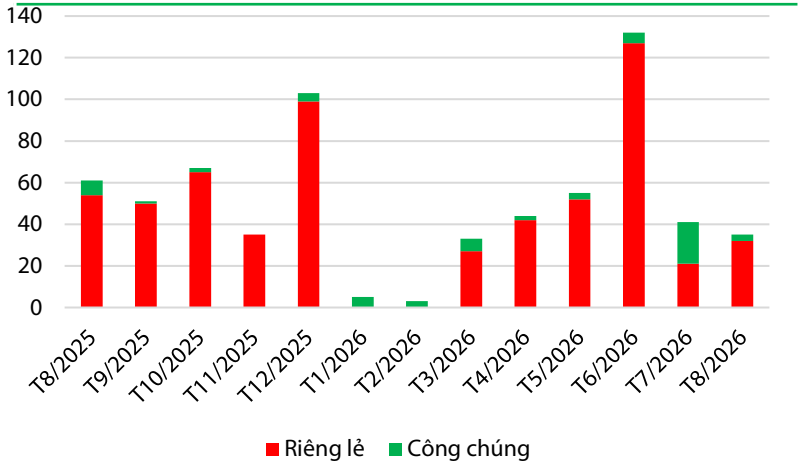


Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Giá trị giao dịch thông thường (Outright) là 233.808 tỷ đồng (giảm 11,2% so với tháng trước) và giao dịch mua bán lại (repo) là 109.759 tỷ đồng (giảm 8,9% so với tháng trước).
- Thanh khoản trung bình/ngày của giao dịch Outright ở mức 11.690 tỷ đồng và của giao dịch Repo là 5.488 tỷ đồng, lần lượt giảm 11,2% và 8,9% so với cùng kỳ tháng trước.
- Hiện lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm ở mức 4,57%/năm, tăng khoảng 40 điểm cơ bản so với đầu năm 2026. Mức lợi suất này tương đối ổn định trong bối cảnh lợi suất trên nhiều thị trường quốc tế biến động,
- Trong ngắn hạn, lợi suất TPCP có khả năng đi ngang đến tăng nhẹ, đặc biệt tại các kỳ hạn 5 - 10 năm. Lực cầu trên thị trường sơ cấp suy yếu và lượng phát hành vẫn chưa đạt kế hoạch có thể tạo áp lực nhất định lên lợi suất. Bên cạnh đó, xu hướng tăng trở lại của lợi suất TPCP Mỹ và trái phiếu tại các thị trường phát triển trước những lo ngại về lạm phát và tài khóa cũng có thể tác động đến mặt bằng lợi suất trong nước.
- Ở chiều ngược lại, Ngân hàng Nhà nước vẫn duy trì lượng nghiệp vụ thị trường mở (OMO) lưu hành ở mức lớn, trong khi thanh khoản ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng tương đối ổn định. Những yếu tố này giúp hạn chế áp lực lên mặt bằng lợi suất, qua đó khả năng lợi suất TPCP tăng nhanh trong ngắn hạn vẫn tương đối thấp.

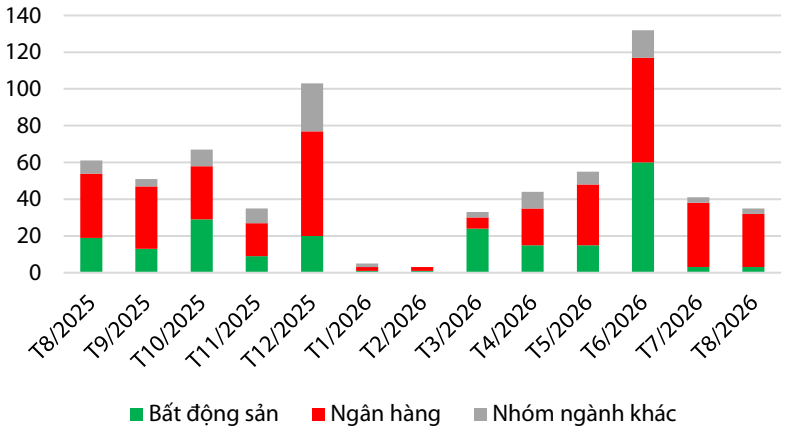
TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP |NGÂN HÀNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN VẪN LÀ CHỦ YẾU

Giá trị trái phiếu phát hành riêng lẻ và ra công chúng (nghìn tỷ đồng)



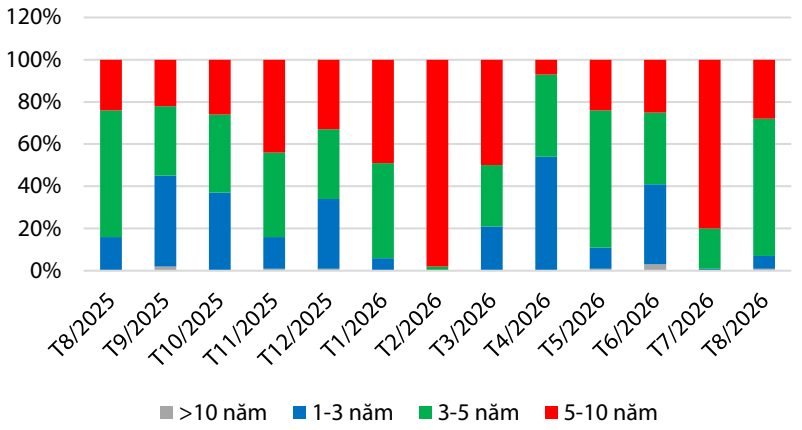
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành mới theo ngành (nghìn tỷ đồng)



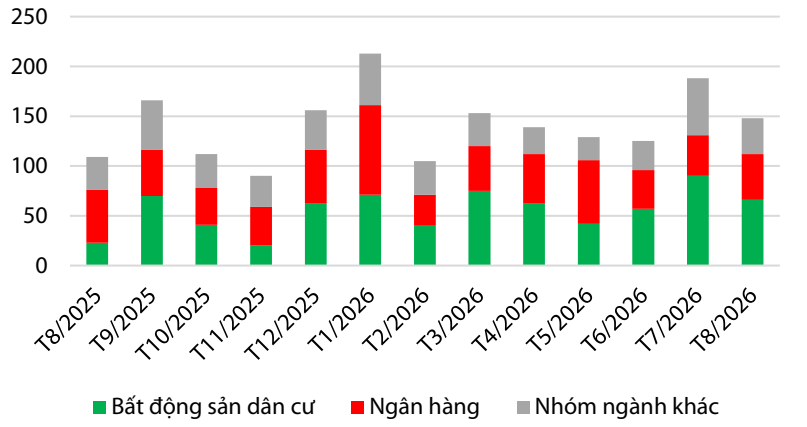
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Cấu trúc kỳ hạn của TPDN phát hành mới theo tháng



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị giao dịch TPDN trên thị trường thứ cấp theo ngành (nghìn tỷ đồng)

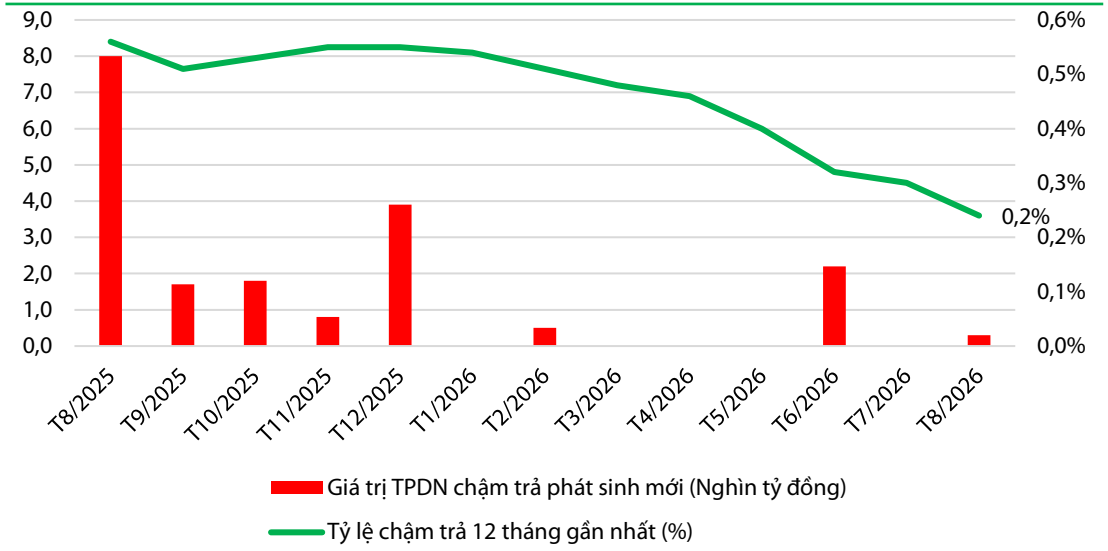


Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Tính đến ngày 28/8/2026, thị trường ghi nhận 33 đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp trong tháng 8, với tổng giá trị 32.029 tỷ đồng. Trong đó, 25 đợt phát hành riêng lẻ đạt 25.629 tỷ đồng và 8 đợt phát hành ra công chúng đạt 6.400 tỷ đồng.
- Lũy kế 8 tháng đầu năm, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp phát hành đạt 348.980 tỷ đồng, gồm 295.942 tỷ đồng phát hành riêng lẻ và 53.038 tỷ đồng phát hành ra công chúng. Ngân hàng vẫn là nhóm phát hành lớn nhất, chiếm 54% tổng giá trị, tiếp đến là bất động sản với 39% (Trong tháng 8, trái phiếu do nhóm ngân hàng phát hành chiếm tới 82% tổng giá trị phát hành).
- Không chỉ dẫn đầu về quy mô phát hành, ngân hàng còn chiếm tỷ trọng áp đảo trong hoạt động mua lại trái phiếu trước hạn. Từ đầu năm đến nay, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp được mua lại trước hạn đạt 199.172 tỷ đồng, trong đó nhóm ngân hàng chiếm 87,6%, tương đương 174.617 tỷ đồng.
- Trong khi dòng vốn trên thị trường nghiêng về ngân hàng, nhóm bất động sản lại đối mặt với mặt bằng chi phí huy động cao hơn đáng kể. Lãi suất coupon bình quân trái phiếu ngân hàng trong tháng 8 ở mức khoảng 8,7%/năm, trong khi trái phiếu bất động sản lên tới 12,2%/năm.

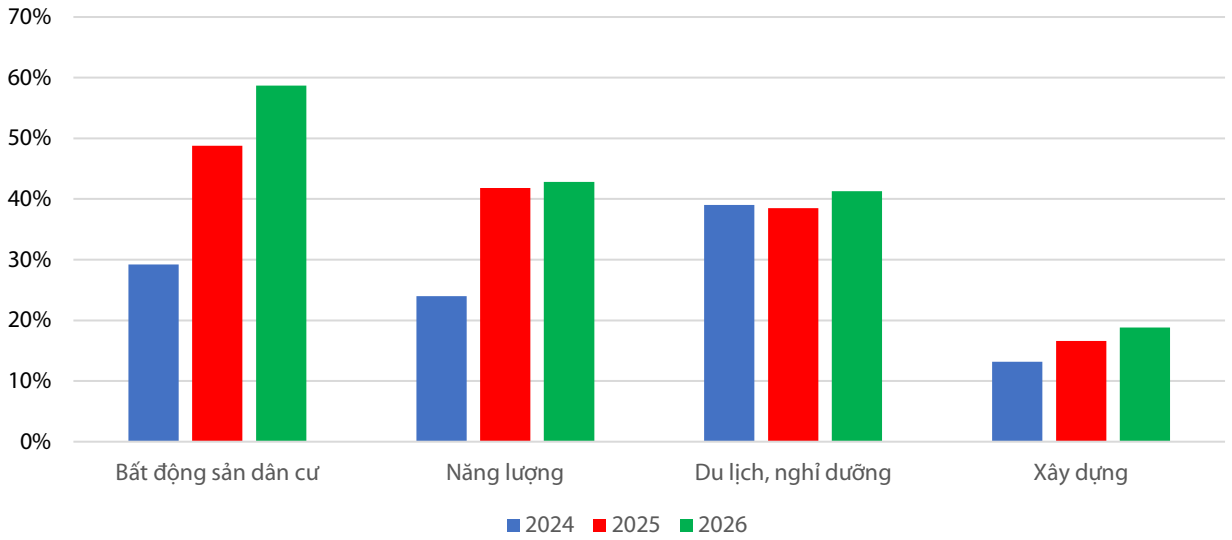
TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP |NĂNG LỰC XỬ LÝ NỢ ĐỌNG CỦA TCPH TIẾP TỤC CẢI THIỆN

Giá trị TPDN chậm trả mới trong từng tháng



Nguồn: HNX, VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Tỷ lệ thu hồi đối với trái phiếu chậm trả theo ngành (%)



Nguồn: HNX, VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Đến cuối tháng 8, tổng giá trị trái phiếu doanh nghiệp đang lưu hành trên thị trường đạt hơn 1,49 triệu tỷ đồng. Xét theo ngành, Ngân hàng và Bất động sản dân cư tiếp tục là hai trụ cột lớn nhất, với giá trị trái phiếu lưu hành lần lượt khoảng 685.000 tỷ đồng và 446.000 tỷ đồng.
- Dù tỷ lệ phát hành mới thấp hơn đáng kể so với ngân hàng, bất động sản vẫn là nhóm chịu áp lực lớn về nghĩa vụ trái phiếu trong những tháng cuối năm. Từ nay đến hết năm 2026, tổng giá trị trái phiếu đến hạn thanh toán còn khoảng 91.413 tỷ đồng. Trong đó, bất động sản chiếm 51.686 tỷ đồng, tương đương 56,5%, tập trung chủ yếu vào tháng 9 và tháng 12. Nhóm ngân hàng đứng thứ hai với 19.255 tỷ đồng, tương đương 21,1%.
- Đến cuối tháng 8, 90,2% dư nợ trái phiếu đang ở trạng thái bình thường; 6,7% chậm trả lãi và 3,1% chậm trả gốc nhưng chưa khắc phục. Tỷ lệ chậm trả trong 12 tháng gần nhất giảm còn 0,24%, từ mức 0,30% của tháng trước. Diễn biến này cho thấy chất lượng tín dụng trên thị trường trái phiếu tiếp tục có dấu hiệu cải thiện, song các khoản chậm trả vẫn cần được theo dõi, nhất là trong bối cảnh lượng trái phiếu bất động sản đáo hạn tập trung vào những tháng cuối năm.

PHỤ LỤC | DANH SÁCH DOANH NGHIỆP PHÁT HÀNH THÁNG 8/2026

TỔ CHỨC PHÁT HÀNH	NGÀNH	GTPH (tỷ đồng)	MÃ TP	PHƯƠNG THỨC PH	NGÀY PHÁT HÀNH	LÃI SUẤT	KỲ HẠN (năm)
NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	NGÂN HÀNG	**1,600**	**VPB12606**	RIÊNG LẺ	05/08/2026	8.8%/NĂM	3
NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**2,000**	**VCB12606**	RIÊNG LẺ	06/08/2026	BQLSTKCN 12T VNĐ (VCB, BIDV, CTG, AGRIBANK) + 2.1%/NĂM; TRƯỜNG HỢP KHÔNG MUA LẠI: + 3.3%/NĂM (TỪ NĂM THỨ 06)	10
NHTMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**150**	**BID12615**	RIÊNG LẺ	05/08/2026	8%/NĂM	14
NHTMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**50**	**BID12614**	RIÊNG LẺ	05/08/2026	BQLSTKCN 24T VNĐ (AGRIBANK, CTG, VCB, BIDV) + 2.2%/NĂM; TRƯỜNG HỢP KHÔNG MUA LẠI: + 7.2%/NĂM (TỪ KỲ THỨ 06)	6
NHTMCP QUỐC TẾ VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**3,000**	**VIB12601**	RIÊNG LẺ	04/08/2026	9%/NĂM	3
CTCP VINHOMES	BẤT ĐỘNG SẢN	**2,000**	**VHM12615**	RIÊNG LẺ	06/08/2026	02 KỲ ĐẦU: 12.5%/NĂM CÁC KỲ SAU: LSTC + 2.0%/NĂM (TỐI THIỂU 12.5%/NĂM)	3
NHTMCP TIÊN PHONG	NGÂN HÀNG	**2,000**	**TPB12607**	RIÊNG LẺ	03/08/2026	9.1%/NĂM	3
NHTMCP VIỆT Á	NGÂN HÀNG	**600**	**TPVAB263301**	CÔNG CHÚNG	06/08/2026	BQLSTKCN 12T VNĐ (BIDV, CTG, AGRIBANK, VCB) + 3,5%/NĂM	7
NHTMCP PHÁT TRIỂN THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH	NGÂN HÀNG	**1,000**	**HDBL12610**	RIÊNG LẺ	17/08/2026	8.9%/NĂM	3
NHTMCP QUÂN ĐỘI	NGÂN HÀNG	**200**	**MBBL12622**	RIÊNG LẺ	14/08/2026	8.5%/NĂM	5
NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**500**	**VCBL12608**	RIÊNG LẺ	17/08/2026	BQLSTKCN 12T VNĐ (VCB, BIDV, CTG, AGRIBANK) + 1.97%/NĂM; TRƯỜNG HỢP KHÔNG MUA LẠI: + 2.6%/NĂM (02 NĂM CUỐI)	7

Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

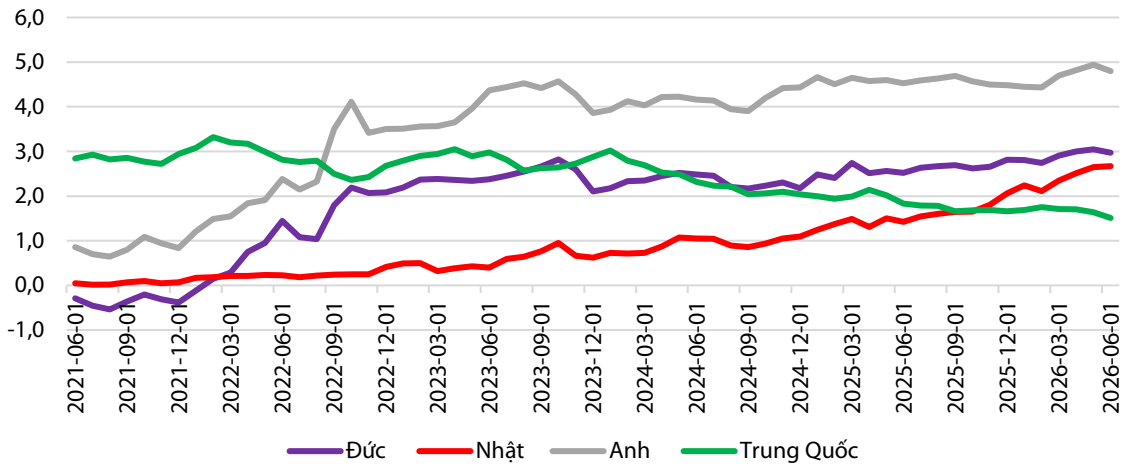
PHỤ LỤC | DANH SÁCH DOANH NGHIỆP PHÁT HÀNH THÁNG 8/2026

TỔ CHỨC PHÁT HÀNH	NGÀNH	GTPH (tỷ đồng)	MÃ TP	PHƯƠNG THỨC PH	NGÀY PHÁT HÀNH	LÃI SUẤT	KỲ HẠN (năm)
NHTMCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**100**	**BIDL12616**	RIÊNG LẺ	10/08/2026	BQLSTKCN 24T VNĐ (AGRIBANK, CTG, VCB, BIDV) + 2.2%/NĂM; TRƯỜNG HỢP KHÔNG MUA LẠI: + 7.2%/NĂM (TỪ KỲ THỨ 06)	6
NHTMCP QUỐC TẾ VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**2,000**	**VIBL12602**	RIÊNG LẺ	11/08/2026	9.0%/NĂM	3
CTCP CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI	CHỨNG KHOÁN	**456**	**SHSL12602**	RIÊNG LẺ	14/08/2026	10.5%/NĂM	1
CTCP TANDOLAND	BẤT ĐỘNG SẢN	**258**	**TDRL12603**	RIÊNG LẺ	13/08/2026	02 KỲ ĐẦU: 13.0%/NĂM CÁC KỲ SAU: LSTC + 5.1%/NĂM	5
NHTMCP NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**150**	**VCBL12607**	RIÊNG LẺ	10/08/2026	8.0%/NĂM	5
CT TNHH MML FARM NGHỆ AN	NGÂN HÀNG	**500**	**FNACPO2631001**	CÔNG CHÚNG	13/08/2026	02 KỲ ĐẦU: 9,0%/NĂM CÁC KỲ SAU: BQLSTKCN 12T VNĐ (BIDV, VCB, CTG, AGRIBANK) + 3,2%/NĂM	5
CT TNHH MML FARM NGHỆ AN	NGÂN HÀNG	**700**	**FNACPO2631002**	CÔNG CHÚNG	13/08/2026	02 KỲ ĐẦU: 9,0%/NĂM CÁC KỲ SAU: BQLSTKCN 12T VNĐ (BIDV, VCB, CTG, AGRIBANK) + 3,2%/NĂM	5
CTCP VINHOMES	BẤT ĐỘNG SẢN	**1,000**	**VHML12616**	RIÊNG LẺ	27/08/2026	04 KỲ ĐẦU: 11.0%/NĂM CÁC KỲ SAU: LSTC + 5.1%/NĂM (TỐI THIỂU 11.0%/NĂM, TỐI ĐA 12.0%/NĂM)	2
CT TNHH MỘT THÀNH VIÊN HOME CREDIT VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**600**	**HCVL12605**	RIÊNG LẺ	21/08/2026	9.8%/NĂM	2
NHTMCP QUÂN ĐỘI	NGÂN HÀNG	**500**	**MBBL12623**	RIÊNG LẺ	19/08/2026	BQLSTKCN 12T VNĐ (VCB, BIDV, CTG, AGRIBANK) + 3.1%/NĂM; TRƯỜNG HỢP KHÔNG MUA LẠI: + 4.0%/NĂM (TỪ NĂM THỨ 06)	6
CT TNHH MỘT THÀNH VIÊN HOME CREDIT VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	**200**	**HCVL12606**	RIÊNG LẺ	24/08/2026	9.8%/NĂM	2

Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU TOÀN CẦU ĐANG THẮT CHẶT

Lợi suất Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm của một số quốc gia (%)



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Lợi suất Trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm của Mỹ (%)

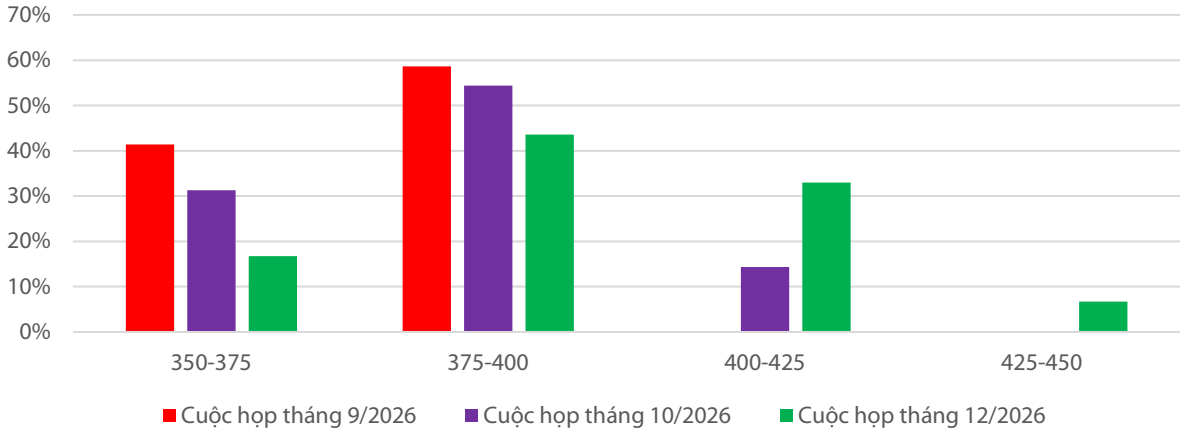


Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Nhật Bản - một trong những bên mua (marginal buyer) quan trọng nhất của thị trường chứng khoán thu nhập cố định toàn cầu (global fixed income) trong nhiều năm - đang cho thấy dấu hiệu đảo chiều. Trong tuần kết thúc ngày 22/8, nhà đầu tư Nhật bán ròng ¥1,98 nghìn tỷ trái phiếu nước ngoài dài hạn và ¥210,3 tỷ tín phiếu ngắn hạn, tương đương khoảng ¥2,19 nghìn tỷ chỉ trong một tuần. Điều đáng chú ý không chỉ nằm ở quy mô dòng tiền, mà ở sự thay đổi của cơ chế phía sau nó. Khi lợi suất TPCP Nhật (JGB) tăng và JPY carry trade dần đảo chiều, động lực để các nhà đầu tư Nhật tiếp tục nắm giữ trái phiếu quốc tế trở nên yếu hơn. Nếu quá trình JPY carry unwind (cơn gió ngược do NHTW Nhật tăng lãi suất và việc tăng lãi suất của Nhật sẽ tiếp diễn) tiếp tục diễn ra trên diện rộng, Nhật Bản có thể chuyển từ một marginal buyer quan trọng thành một nguồn vốn "hồi hương" (repatriation flow) đáng kể đối với thị trường trái phiếu toàn cầu.
- Trung Quốc lại là một câu chuyện khác. Trung Quốc có lượng tiết kiệm rất lớn, lãi suất thấp và thanh khoản dồi dào (lợi suất TPCP Trung Quốc rất ổn định và thấp). Dù vậy, trong bối cảnh chiến tranh thương mại và cạnh tranh chiến lược, PBoC không có nhiều động lực để tiếp tục gia tăng nắm giữ TPCP Mỹ (chuyển sang tích trữ vàng). Điều này không đồng nghĩa với việc Trung Quốc phải bán tháo TPCP Mỹ nhưng rủi ro lớn hơn là Trung Quốc không còn sẵn sàng hấp thụ thêm lượng TPCP Mỹ kỳ hạn dài với tốc độ như trước.
- Eurozone là một ví dụ khác về sức ì của lạm phát. Lạm phát toàn phần khu vực này tăng lên 3,3%, mức cao nhất trong gần ba năm, chủ yếu do áp lực từ năng lượng, trong khi lạm phát lõi lại giảm nhẹ xuống 2,4%. Điều này đặt ECB vào một tình huống khó xử. Một phản ứng quá yếu có thể khiến kỳ vọng lạm phát (inflation expectations) mất neo, nhưng một phản ứng quá mạnh cũng có thể tạo ra sự thắt chặt không cần thiết (unnecessary tightening) đối với nền kinh tế. Tuy nhiên, ECB không đưa ra quyết định chỉ vì giá năng lượng. TPCP Đức kỳ hạn 10 năm (Germany 10-year Bond) đã lên vùng cao nhất kể từ năm 2011, trong khi UK và các thị trường trái phiếu Châu Âu khác cũng đang chứng kiến lợi suất tăng mạnh. Điều đó có nghĩa điều kiện tài chính (financial conditions) đã bắt đầu thắt chặt thông qua thị trường trái phiếu ngay cả trước khi ECB thực hiện thêm nhiều đợt tăng lãi suất. Đây là điểm quan trọng: Sự thắt chặt từ NHTW (central-bank tightening) và sự thắt chặt từ thị trường (market tightening) hiện đang diễn ra đồng thời.
- Vì vậy, bài toán của TPCP Mỹ hiện nay không đơn thuần là thanh khoản. Chương trình Buyback của Bộ Tài chính Mỹ có thể cải thiện cấu trúc thị trường (market plumbing), nhưng không thể tạo ra nhu cầu quốc tế (foreign demand). Nếu Nhật tiếp tục "hồi hương" dòng vốn (cơn gió ngược từ JPY carry trade); Trung Quốc giảm tốc độ tích lũy TPCP Mỹ; quá trình thắt chặt của ECB chưa dừng lại và lạm phát lõi của Mỹ vẫn quanh 3,3%, thị trường cuối cùng sẽ phải tự điều chỉnh thông qua: **một mức lợi suất TPCP cao hơn** (higher Treasury yields), đồng USD suy yếu (weaker USD) hoặc thị trường nội địa Mỹ phải hấp thụ lượng TPCP nhiều hơn (đòi hỏi term premium cao hơn) trong bối cảnh lượng TPCP Mỹ ngày càng tăng.

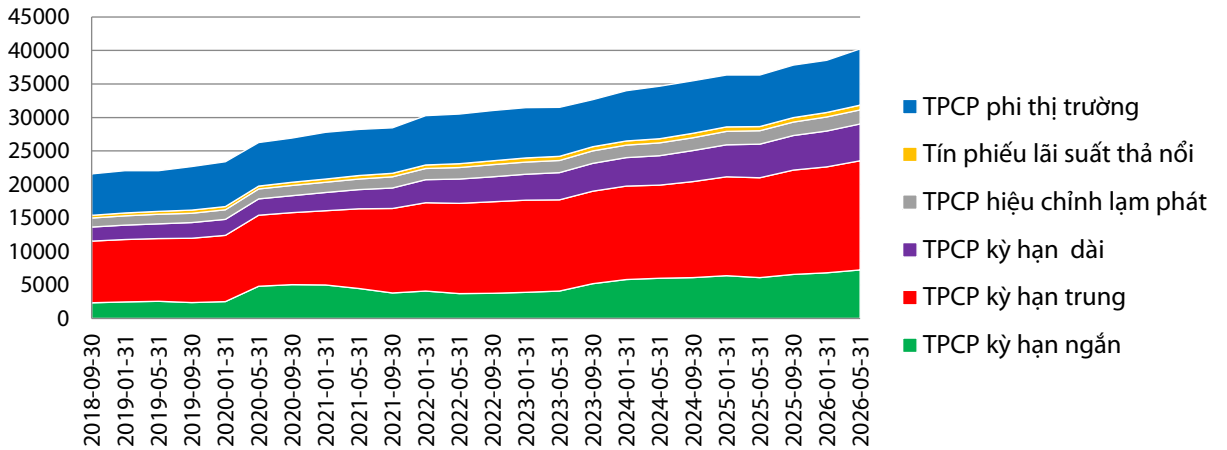
FED TĂNG LÃI SUẤT: CỦNG CỐ QUAN ĐIỂM THẮT CHẶT TIỀN TỆ TOÀN CẦU

Kỳ vọng thị trường về lãi suất điều hành của Fed



Nguồn: FRED, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cơ cấu nợ công của Chính phủ Hoa Kỳ (nghìn tỷ Đô)



Nguồn: Bộ Tài chính Hoa Kỳ, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Ngày 17/9/2026, Fed đã tăng thêm 25 bps vào Fed Fund Rate qua đó đưa vùng lãi suất điều hành lên 3,75-4,00% khớp với kỳ vọng thị trường. Bên cạnh đó, giọng điệu "diều hâu" hơn cả kỳ vọng của chủ tịch Kennvin Warsh (dự báo sẽ còn ít nhất 1 lần tăng lãi suất trong năm nay) sẽ càng củng cố quan điểm về một chu kỳ thắt chặt tiền tệ từ Fed với một nền lãi suất cao hơn với thời gian lâu hơn. Fed tăng lãi suất có thể giúp thị trường xác nhận rằng Fed vẫn sẵn sàng hành động để kiểm soát lạm phát và ngăn đà bán tháo TPCP và kéo giảm tạm thời lợi suất TPCP . Sự rõ ràng trong phản ứng chính sách có thể quan trọng hơn việc giữ lãi suất chính sách nhưng đi kèm với sự bất định lớn hơn về định hướng tiền tệ (trong bối cảnh Fed hạn chế sử dụng công cụ định hướng chính sách).
- Tuy nhiên, Fed tăng lãi suất trong bối cảnh hiện nay có thể dẫn đến, lợi suất TPCP Mỹ tăng trên toàn bộ đường cong kỳ hạn và làm bài toán ổn định lợi suất TPCP thêm phức tạp (chi phí huy động nợ mới + đảo nợ của Bộ Tài chính Mỹ tiếp tục tăng) và hiệu quả của việc tăng lãi suất để kiểm soát lạm phát tổng cung là điều cần được xem xét thận trọng.
- Ở một phương diện khác, đối với Nhật Bản, nếu BOJ không điều chỉnh tương ứng, việc Fed nâng lãi suất có thể nới rộng chênh lệch lãi suất USD–JPY, qua đó tạo thêm áp lực giảm giá đối với đồng yên. Áp lực này có thể khiến Bộ Tài chính Nhật cân nhắc can thiệp ngoại hối. Đồng thời, nếu BOJ tăng lãi suất hoặc hoạt động can thiệp hỗ trợ đồng Yên có thể làm gia tăng rủi ro thu hẹp các vị thế vay JPY để đầu tư vào tài sản có lợi suất cao hơn (carry trade). Theo kịch bản này, dòng vốn hồi hương hoặc việc bán tài sản bằng USD để mua JPY có thể tạo áp lực bán lên UST và hỗ trợ đồng yên. Tuy nhiên, mức độ và chiều tác động ròng lên lợi suất UST và DXY còn phụ thuộc vào tài sản bị thanh lý, quy mô giao dịch và nhu cầu trú ẩn của thị trường.
- Ngoài ra, chính sách lãi suất của Fed nên được xem xét đồng thời với chính sách bảng cân đối. Trong điều kiện Fed đang phải thực hiện nhiều mục tiêu như kiểm soát lạm phát, hỗ trợ Bộ Tài chính Mỹ ổn định lợi suất TPCP thì Fed có thể vừa nâng lãi suất nhưng lại mở rộng bảng cân đối. Trái ngược với giai đoạn 2023-2025 là hạ lãi suất nhưng thu hẹp bảng cân đối.
- Trong bối cảnh vĩ mô Việt Nam vẫn có những điểm tích cực như tỷ giá đang giảm, thanh khoản ngắn hạn cải thiện, dòng vốn vào vẫn đang tốt thì **một cú sốc "hawkish" từ Fed** vẫn có thể gây nhiễu ngắn hạn, nhưng khả năng biến thành một đợt tăng lãi suất VND kéo dài là không cao. Tuy nhiên, với môi trường lãi suất quốc tế giữ ở mức cao thì việc huy động vốn thông qua phát hành TPCP bằng USD của Bộ Tài chính sẽ đối mặt với chi phí không rẻ.

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2026.**

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam – Giám đốc Trung tâm Phân tích

+84 28 6299 2006 Ext : 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

Đỗ Thạch Lam – Trưởng phòng Cao cấp

+84 28 6299 2006 Ext : 1524

lam.dt@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà – Trưởng phòng Vận hành

+84 28 6299 2006 Ext : 1526

ha.ttn@vdsc.com.vn

RONG VIET SECURITIES

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tầng 1 đến Tầng 8, Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh

www.vdsc.com.vn



DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025

GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE