

BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ TRÁI PHIẾU VIỆT NAM 07/2026

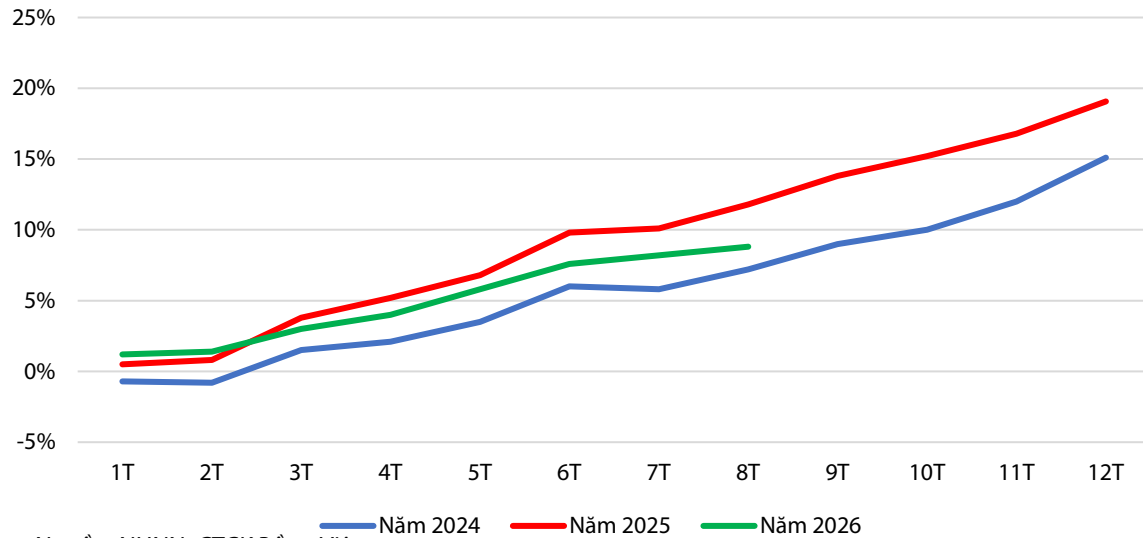
**ĐIỀU KIỆN VĨ MÔ CẢI THIỆN
NHƯNG MẶT BẰNG LÃI SUẤT
VẪN NEO CAO**

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

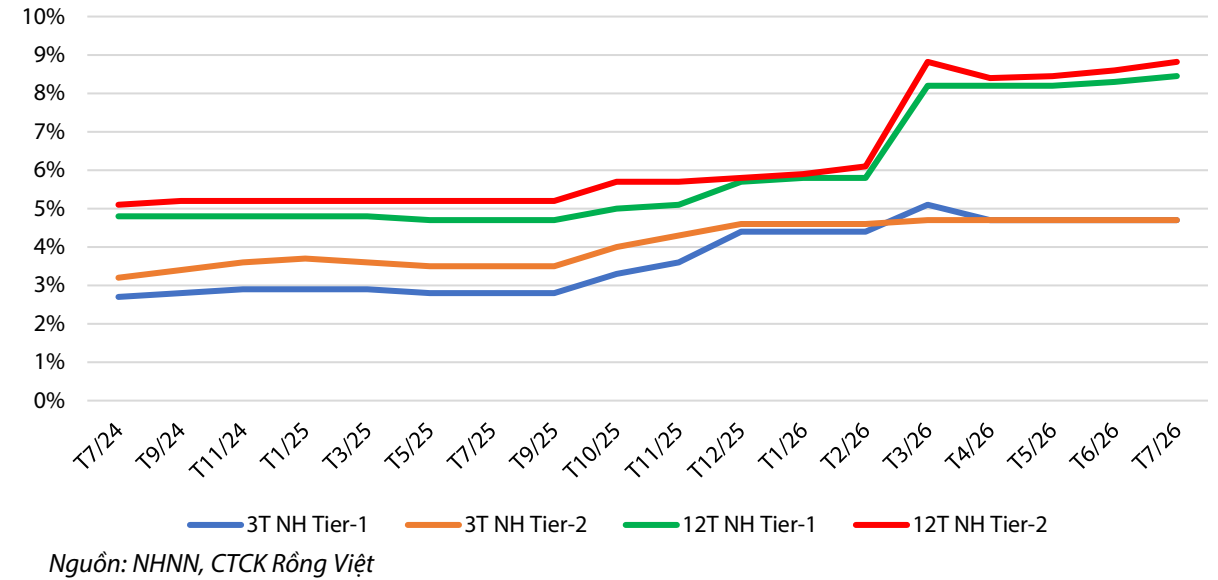


- Tháng 6 và tháng 7 vừa qua, các chính sách như nới tỷ lệ tiền gửi Kho bạc (TGKB) vào LDR hay đề xuất tháo trần TGKB từ nguồn ngân sách nhà nước cho thấy vai trò của TGKB ngày càng quan trọng đối với thanh khoản hệ thống trên cả thị trường 1 (hỗ trợ giảm lãi suất cho vay ngắn hạn) và thị trường liên ngân hàng. Tuy nhiên, vai trò điều tiết của kênh thị trường mở (OMO) vẫn đóng vai trò then chốt trong ổn định thanh khoản, duy trì mặt bằng lãi suất liên ngân hàng hợp lý, góp phần ổn định tỷ giá. Ngoài ra, sự đồng bộ chính sách là điều quan trọng, việc điều tiết lượng TGKB sang hệ thống NHTM cần kết hợp với chính sách miễn, giảm thuế.
- Tỷ giá đến thời điểm hiện tại vẫn là điểm sáng của điều hành vĩ mô trong bối cảnh vĩ mô quốc tế phức tạp (Fed giữ nguyên lãi suất, BOJ nâng lãi suất và thu hẹp bảng cân đối) và áp lực từ cân đối cung - cầu ngoại tệ trong nước (nhu cầu ngoại tệ phục vụ nhập khẩu tăng mạnh). Tỷ giá ổn định (và có xu hướng giảm) đến từ một số nguyên nhân như: FDI giải ngân kỷ lục, kiều hối, du lịch quốc tế phục hồi và xuất khẩu giữ đà tăng giúp tăng nguồn cung trên thị trường, chênh lệch lãi suất VND-USD dương khiến nhiều người chuyển từ nắm giữ USD sang gửi tiết kiệm VND, giảm nhu cầu giữ ngoại tệ. Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới thu hẹp, làm giảm nhu cầu gom ngoại tệ để nhập vàng).
- Nhìn chung, điều kiện vĩ mô đã có sự cải thiện (đặc biệt ở khía cạnh tỷ giá và thanh khoản ngắn hạn) nhưng điều đó là chưa đủ để mặt bằng lãi suất hạ nhiệt bền vững (đặc biệt là lãi suất huy động). Yếu tố chi phối mặt bằng lãi suất hiện nay nằm ở cấu trúc trong bảng cân đối của hệ thống ngân hàng, trong đó nổi bật vẫn là vấn đề chênh lệch kỳ hạn. Nhu cầu vốn trung-dài hạn hiện vẫn đang rất lớn trong khi huy động chủ yếu của hệ thống ngân hàng là tiền gửi ngắn hạn dẫn đến các ngân hàng phải tăng lãi suất huy động trên toàn bộ dải kỳ hạn không chỉ thu hút thêm lượng tiền gửi mới mà còn nhằm thay đổi kỳ hạn tiền gửi chuyển sang các kỳ hạn dài hơn (bên cạnh phát hành trái phiếu và chứng chỉ tiền gửi).
- Việc hạ nhiệt mặt bằng lãi suất (đặc biệt là lãi suất huy động) cần thêm thời gian để hệ thống “tự cân chỉnh” (bao gồm xử lý các khoản tín dụng BĐS). Chúng tôi cho rằng việc sử dụng các công cụ hỗ trợ thanh khoản (OMO, hoán đổi ngoại tệ, mua giao ngay ngoại tệ hay tiếp tục nới tỷ lệ TGKB) đều được nhà điều hành cân nhắc kỹ lưỡng trước khi thực hiện nhằm hạn chế tối đa ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ giá trong bối cảnh môi trường lãi suất quốc tế vẫn neo cao.
- Về thị trường Trái phiếu Chính phủ, trong bối cảnh vĩ mô nhiều thách thức, phương cách điều hành ngân quỹ nhà nước của KBNN có nhiều điểm đáng chú ý như sau: (1) kiểm soát cơ cấu kỳ hạn phát hành TPCP theo hướng kéo dài kỳ hạn phát hành giúp giảm áp lực trả nợ trong ngắn hạn, hạn chế rủi ro tái cấp vốn (tổng giá trị TPCP phát hành thông qua đấu thầu trong 7 tháng đầu năm 2026 mới đạt 40,2% kế hoạch cả năm); (2) kiểm soát chi phí huy động, lãi suất phát hành bình quân đạt 4,13%/năm, chỉ tăng 0,02 điểm phần trăm so với mức bình quân của 6 tháng đầu năm. Đây là mức biến động rất nhỏ nếu đặt trong bối cảnh chi phí vốn trên thị trường quốc tế vẫn ở mức cao và nhiều nền kinh tế tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thận trọng. Lợi suất TPCP nhiều khả năng đi ngang trong thời gian tới với kỳ vọng lãi suất liên ngân hàng được kỳ vọng ổn định và giảm nhẹ, trong khi lạm phát hạ nhiệt hai tháng liên tiếp có thể góp phần giảm áp lực lên lợi suất TPCP.
- Về Thị trường Trái phiếu doanh nghiệp: Ngân hàng tiếp tục là nhóm ngành phát hành TPDN chính trong tháng 7, chiếm tới 79% tổng giá trị phát hành mới. Nhóm bất động sản dân cư xếp thứ hai nhưng chỉ đóng góp 11%. Cấu trúc lãi suất và kỳ hạn của hai nhóm phát hành chính có sự phân hóa rõ rệt. Nhóm Ngân hàng: Lãi suất coupon trung bình đạt 8,7%/năm, với kỳ hạn phát hành trung bình kéo dài đến 12,5 năm. Nhóm Bất động sản: Lãi suất coupon trung bình cao hơn đáng kể, lên đến 10,9%/năm, tuy nhiên kỳ hạn trung bình lại ngắn hơn nhiều, chỉ ở mức 5,5 năm. Một điểm sáng quan trọng là tỷ lệ chậm trả hàng năm (tính cho 12 tháng gần nhất) trong tháng 7/2026 tiếp tục giảm xuống mức 0,29% (so với mức 0,30% của tháng 6 và giảm mạnh từ mức 0,56% ghi nhận vào tháng 7/2025), tuy nhiên, áp lực đáo hạn trong 5 tháng còn lại của năm 2026 là khá lớn với giá trị đáo hạn ước tính là 106.155 tỷ đồng (nhóm BĐS chiếm 55,6%).

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

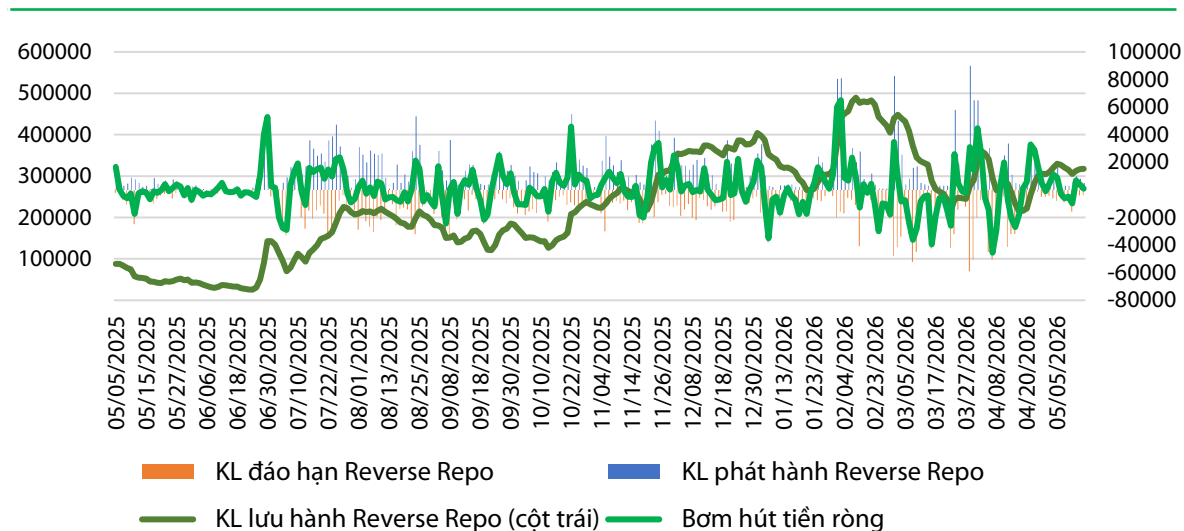


Diễn biến lãi suất huy động của các nhóm ngân hàng



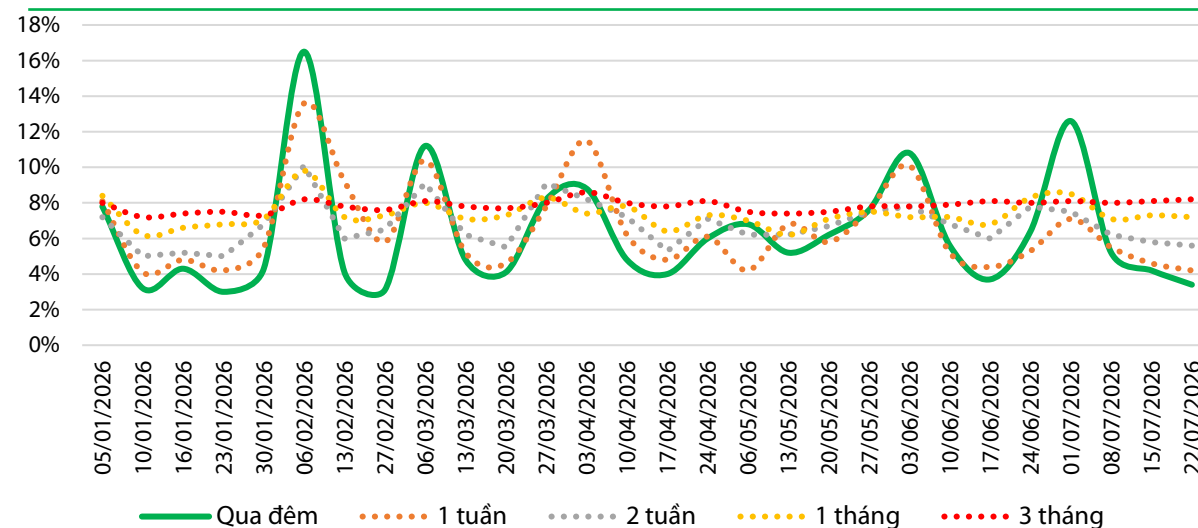
- Trong bối cảnh áp lực ổn định kinh tế vĩ mô và kiểm soát lạm phát rất thách thức như hiện nay, NHNN phải cân đối nhiều mục tiêu đan xen, có tính chất đánh đổi nhau: Điều hành vừa đáp ứng nhu cầu vốn hỗ trợ tăng trưởng kinh tế, vừa kiểm soát lạm phát, vừa giảm lãi suất đồng thời ổn định tỷ giá, nhất là trong điều kiện nhu cầu sử dụng vốn cao hơn khả năng huy động (tăng trưởng tín dụng cuối tháng 7 đạt 8,98%, trong khi huy động tăng 6,59%) là tiềm ẩn rủi ro, gây áp lực lên thanh khoản và các chỉ tiêu an toàn của hệ thống ngân hàng, tiền tệ.
- Vấn đề chênh lệch kỳ hạn là nguyên nhân chủ yếu khiến mặt bằng lãi suất khó hạ nhiệt. Số liệu cho thấy nhu cầu vốn trung, dài hạn cho các dự án, công trình trọng điểm quốc gia (đầu tư theo hình thức trực tiếp, hình thức PPP và 05 dự án đường sắt đô thị Hà Nội) rất lớn (khoảng 2,49 triệu tỷ đồng cho giai đoạn 2026-2030), tạo áp lực cho các TCTD trong việc huy động vốn để đáp ứng nhu cầu tín dụng, đồng thời làm gia tăng rủi ro kỳ hạn do nguồn vốn chính để các TCTD thực hiện cho vay chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn ngắn. Xét bình diện toàn hệ thống, nguồn vốn trung, dài hạn hiện chỉ chiếm 16% tổng nguồn vốn, thấp hơn nhiều so với tỷ trọng dư nợ tín dụng trung, dài hạn 48,5%, phản ánh rủi ro chênh lệch kỳ hạn rõ nét.
- Bên cạnh đó, tín dụng BĐS mặc dầu đã tăng chậm lại so với năm 2025 nhưng vẫn tăng nhanh (6T2026 tăng 8,3%), cao hơn tốc độ tăng trưởng tín dụng của toàn hệ thống. Đến tháng 6/2026, tổng dư nợ cấp tín dụng đối với lĩnh vực BĐS của hệ thống các TCTD là 5,146 triệu tỷ đồng (trong đó chủ yếu là dư nợ cho vay trung dài hạn, chiếm 94% tổng dư nợ cho vay lĩnh vực bất động sản, tăng 8,1% so với cuối năm 2025; chiếm 25,5% trong tổng dư nợ tín dụng đối với nền kinh tế). Tín dụng BĐS chủ yếu là trung, dài hạn trong khi nguồn vốn huy động phần lớn là ngắn hạn càng làm cho chênh lệch kỳ hạn thêm sâu sắc; khi thị trường BĐS có biến động sẽ làm ảnh hưởng đến giá trị tài sản bảo đảm và khả năng thu hồi nợ.
- Tuy nhiên, việc “nắn” dòng vốn tín dụng sang các hoạt động SXKD cần nhìn nhận ở góc độ dài hạn và chỉ khả thi khi hội tụ đủ 3 yếu tố: (1) năng lực sản xuất và khả năng tạo ra giá trị gia tăng của nền kinh tế cao hơn, (2) khả năng phân bổ tín dụng vào những khu vực tạo ra sự thay đổi về năng suất lao động thay vì chỉ dựa vào sự tăng giá tài sản, và (3) khả năng phát triển các loại tài sản bảo đảm có tính thanh khoản và huy động tốt ngoài BĐS.

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



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

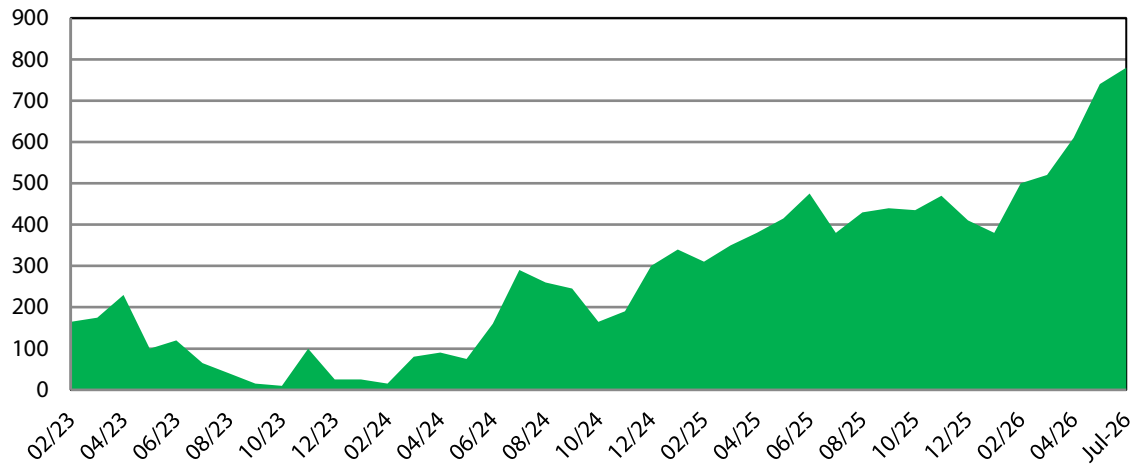
Lãi suất liên ngân hàng từ đầu năm đến nay



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

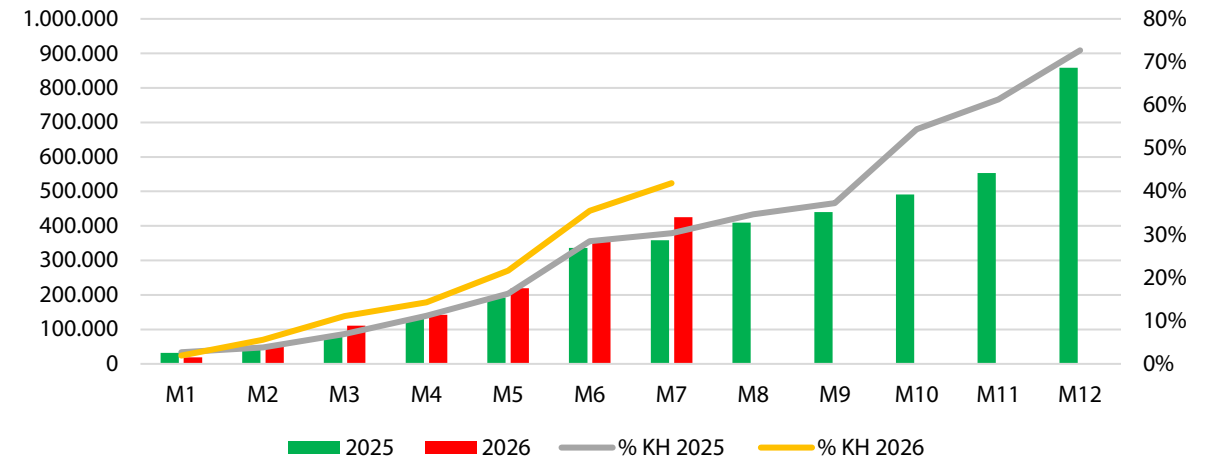
- Trong tháng 7, lượng thanh khoản được bơm qua OMO lại giảm dần, do đó, mức độ dư thừa thanh khoản vẫn chưa đủ lớn để kéo mặt bằng lãi suất xuống một cách bền vững.
- Ngoài ra, việc OMO lưu hành giảm từ mức gần 500 nghìn tỷ xuống mức tiệm cận 200 nghìn tỷ cho thấy mức độ hỗ trợ thanh khoản của NHNN đang thu hẹp đáng kể, đồng nghĩa hệ thống phải tự cân đối nguồn thanh khoản ngắn hạn nhiều hơn so với giai đoạn trước, dù vậy, thanh khoản thị trường liên ngân hàng lại khá ổn định, có những thời điểm lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm rơi về mức 1-2%. Điều này phản ánh vai trò cung cấp thanh khoản cho hệ thống của KBNN ngày càng nổi bật và thông qua lượng TGKB (nguồn TGKB được phân loại là nguồn vốn thị trường 2) thì hệ thống tự điều tiết.
- Tuy nhiên, ổn định thanh khoản là điều kiện rất quan trọng để hạ nhiệt lãi suất (đặc biệt là lãi suất liên ngân hàng), việc duy trì khối lượng OMO ở mức hợp lý không chỉ hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống ngân hàng mà còn là kênh “định hướng chính sách – forward guidance” của NHNN phát đi những tín hiệu nhất quán về chính sách. Điều này sẽ giúp giảm biến động trên thị trường liên ngân hàng (đường cong lãi suất ngắn hạn hiện nay biến động mạnh theo cung cầu thay vì định hướng chính sách) và từng bước kéo mặt bằng lãi suất ngắn hạn xuống mức hợp lý hơn.
- Do đó, chúng tôi cho rằng việc gia tăng khối lượng OMO (từ mức hơn 200 nghìn tỷ đồng hiện nay) và kéo dài kỳ hạn lên các kỳ hạn như 180-190 ngày là biện pháp cần thiết để ổn định thanh khoản và nguồn vốn cho hệ thống.

Lượng TGKB có kỳ hạn tại hệ thống NHTM (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, CTCK Rông Việt

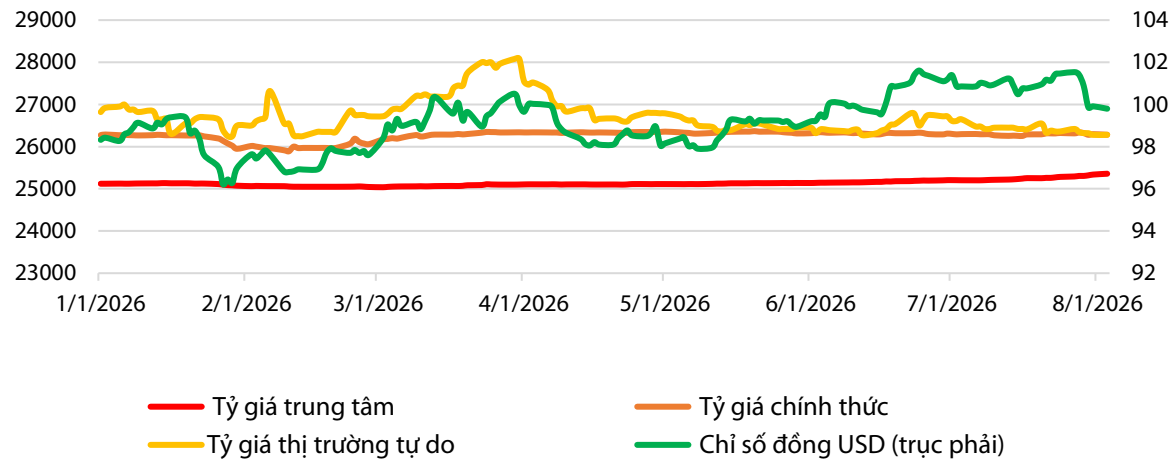
Giải ngân vốn đầu tư công qua từng tháng (tỷ đồng)



Nguồn: BTC, CTCK Rông Việt tổng hợp

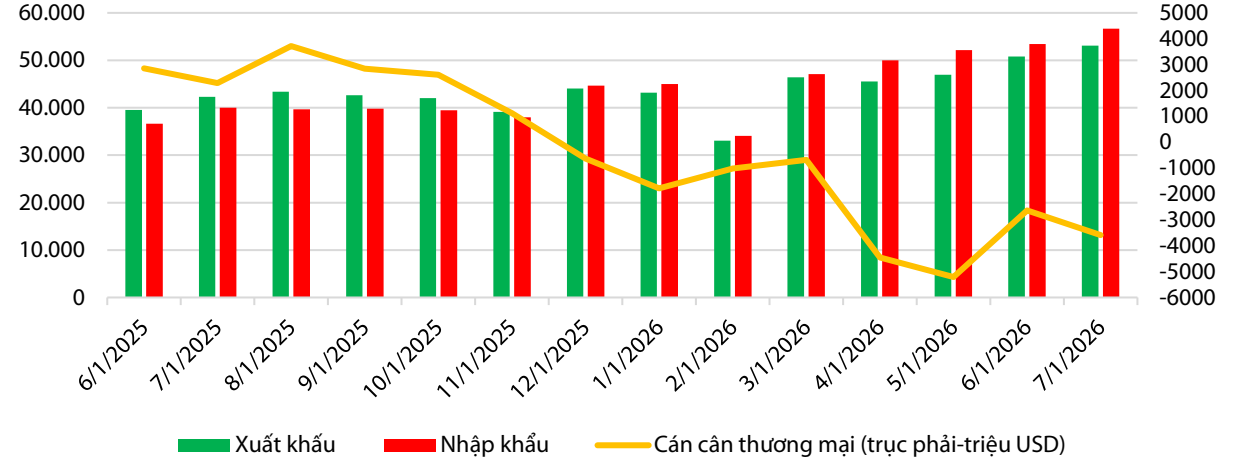
- Tháng 6 và tháng 7 vừa qua, nhiều chính sách quan trọng về thanh khoản hệ thống được ban hành như: Nới thêm lượng tiền gửi Kho bạc (TGKB) vào LDR hay cơ nới tỷ lệ nguồn vốn ngắn hạn cho vay trung dài hạn-SFL), gần đây nhất là đề xuất của Bộ Tài chính không áp dụng trần tỷ lệ TGKB sang hệ thống ngân hàng từ nguồn ngân sách nhà nước. Đây đều là những điều chỉnh theo hướng gia tăng nguồn vốn ngắn hạn cho hệ thống và cho thấy vai trò rất quan trọng của nguồn TGKB đối với cả thị trường 1 và thị trường 2. (Số liệu cho thấy TGKB tiếp tục tăng so với cuối năm 2025, số dư tiền gửi KBNN tại các TCTD biến động lớn, mức thấp nhất khoảng 460 nghìn tỷ đồng (ngày 23/2/2026); mức cao nhất khoảng 743 nghìn tỷ đồng (24/7/2026). Tỷ trọng tiền gửi KBNN tại hệ thống các TCTD/tổng huy động vốn thị trường 1 của TCTD tăng từ 2,79% cuối năm 2025 lên 3,85% ngày 27/7/2026).
- Việc hệ thống ngày càng phụ thuộc vào nguồn vốn từ thị trường 2 (chủ yếu là nguồn TGKB) để tài trợ cho hoạt động tín dụng có thể làm gia tăng mức độ liên thông giữa hai thị trường. Cơ chế này tạo ra cơ chế dẫn truyền trực tiếp từ thị trường 2 lên thị trường 1 thông qua dòng tiền quay vòng từ thị trường 2 rồi cho vay ra thị trường 1 và cuối cùng quay lại hệ thống dưới dạng tiền gửi thị trường 1 (qua đó, lãi suất liên ngân hàng ngày càng biến động tuyến tính với lãi suất thị trường 1 dù rằng lãi suất liên ngân hàng phản ánh thanh khoản ngắn hạn của hệ thống).
- Tuy nhiên, cơ chế truyền dẫn này chủ yếu tác động đến chi phí vốn cận biên (marginal funding cost) và từ đó ảnh hưởng đến lãi suất cho vay (chủ yếu là vay vốn lưu động), trong khi lãi suất tiền gửi thị trường 1 vẫn sẽ phụ thuộc nhiều hơn vào thanh khoản chung và cân đối của nền kinh tế. Nhìn chung, dù là giải ngân đầu tư công hoặc thêm nguồn TGKB để cân đối tín dụng và kỳ vọng các nguồn này sau khi được giải ngân sẽ quay trở lại hệ thống dưới dạng tiền gửi thị trường 1, góp phần hạ nhiệt lãi suất huy động. Tuy nhiên, quá trình này cần thời gian để thẩm thấu và phát huy hiệu quả (có độ trễ chính sách). Ngoài ra, trong bối cảnh thu ngân sách đang tăng cao như hiện nay (thặng dư ngân sách đến hết tháng 7 là gần 470 nghìn tỷ đồng) thì tỷ lệ nguồn vốn này sau khi giải ngân quay trở lại dưới dạng tiền gửi thị trường 1 sẽ không như kỳ vọng. Do đó, việc triển khai chính sách cân đồng bộ như ngoài điều tiết lượng TGKB sang hệ thống ngân hàng thì cần kết hợp với chính sách giảm, miễn thuế.
- Bên cạnh đó, nguồn vốn TGKB vẫn có nhược điểm là nguồn ngắn hạn và kém ổn định. Tại một số thời điểm khi một lượng tiền lớn KBNN đến hạn hoặc khi Ngân sách Nhà nước thu thuế cuối tháng, cuối quý sẽ ảnh hưởng đến nguồn vốn của các TCTD và lãi suất thị trường liên ngân hàng tăng nhanh và biến động lãi suất liên ngân hàng sẽ ngày càng phụ thuộc vào động thái của KBNN.

Diễn biến tỷ giá từ đầu năm đến nay



Nguồn: CME, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Cán cân thương mại qua các tháng (triệu USD)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

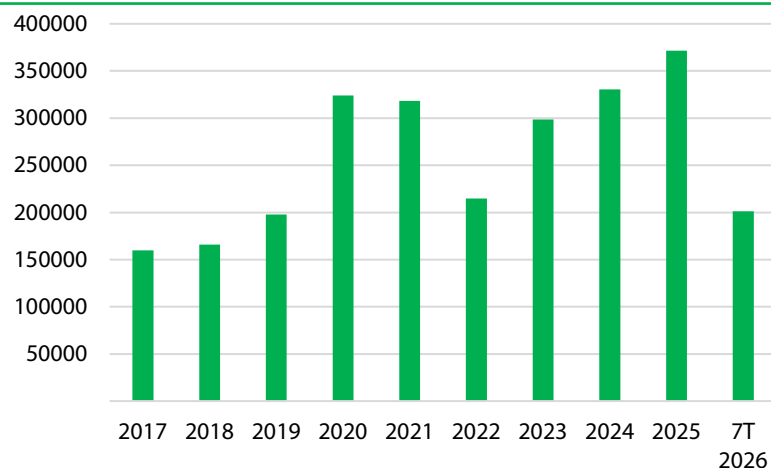
- Tỷ giá và thị trường ngoại tệ tiếp tục chịu tác động từ những biến động khó lường của kinh tế, thị trường tài chính quốc tế, áp lực từ cân đối cung - cầu ngoại tệ trong nước (nhu cầu ngoại tệ phục vụ nhập khẩu tăng mạnh, đặc biệt là nhập khẩu phục vụ các dự án lớn; nhu cầu rút vốn, chuyển lợi nhuận về nước của nhà đầu tư nước ngoài) và tâm lý kỳ vọng của thị trường. Số liệu cho thấy, nhà đầu tư nước ngoài có xu hướng mua ngoại tệ từ hệ thống TCTD để rút vốn, chuyển lợi nhuận về nước, cụ thể: Năm 2024: 3,66 tỷ USD; Năm 2025: 4,7 tỷ USD; Quý I/2026: 1,6 tỷ USD; 7T2026: 3,77 tỷ USD.
- Ngoài ra, Fed giữ nguyên lãi suất ở vùng 3,50–3,75% (có thể duy trì đến cuối năm) và Ngân hàng Trung ương Nhật bước vào chu kỳ tăng lãi suất và thu hẹp bảng cân đối khiến cho môi trường lãi suất quốc tế không còn thấp.
- Trong bối cảnh đó, tỷ giá trung tâm đã có những biến động mạnh trong tháng 7 (tăng 3 tuần liên tiếp- chạm mốc 25.566) và tiệm cận biên độ 5% so với tỷ giá mua vào của NHNN. Điều này hàm ý NHNN có thể kích hoạt công cụ mua giao ngay ngoại tệ, nếu sử dụng công cụ này sẽ có tác động mạnh mẽ đến mặt bằng lãi suất (theo hướng hạ nhiệt), trong điều kiện tỷ giá liên ngân hàng dao động ổn định quanh mức 26.100 và tỷ giá thị trường tự do thấp hơn giá mua vào của ngân hàng (do nguồn ngoại tệ từ FDI giải ngân, kiều hối, du lịch quốc tế phục hồi và xuất khẩu giữ đà tăng giúp tăng nguồn cung trên thị trường, chênh lệch lãi suất VND-USD dương khiến nhiều người chuyển từ nắm giữ USD sang gửi tiết kiệm VND, giảm nhu cầu giữ ngoại tệ. Chênh lệch giá vàng trong nước và thế giới thu hẹp, làm giảm nhu cầu ngoại tệ để nhập vàng; đồng USD suy yếu ngắn hạn do tác động từ Fed tham gia hỗ trợ đồng Yên và kỳ vọng Fed tăng lãi suất vào tháng 9 hạ nhiệt).
- Nhìn chung, tỷ giá vẫn là điểm sáng trong điều hành chính sách tiền tệ từ đầu năm đến nay. Do đó, việc can thiệp ngoại hối nhằm hỗ trợ thanh khoản (hoặc các công cụ khác như FX swap-hoán đổi ngoại tệ) đều được nhà điều hành cân nhắc kỹ lưỡng trước khi thực hiện nhằm hạn chế tối đa ảnh hưởng tiêu cực đến tỷ giá.

Nhìn chung, các điều kiện vĩ mô đã cải thiện đáng kể ở khía cạnh tỷ giá và thanh khoản ngắn hạn, nhưng điều đó chưa đồng nghĩa với việc mặt bằng lãi suất ngắn hạn đã bước vào xu hướng giảm rõ ràng (đặc biệt là lãi suất huy động trên thị trường 1). Điều này cho thấy những yếu tố đang chi phối lãi suất không chỉ nằm ở thanh khoản ngắn hạn, mà có thể xuất phát từ các vấn đề mang tính cấu trúc trong bảng cân đối của hệ thống ngân hàng. Cụ thể như sau:

- (1) Áp lực có thể không còn nằm ở các tỷ lệ quản lý: Việc mở rộng phạm vi tính tiền gửi Kho bạc có kỳ hạn (lên mức 50%) vào LDR giúp nhiều ngân hàng giảm áp lực tuân thủ các chỉ tiêu an toàn. Tuy nhiên, thay đổi này chưa đồng nghĩa với việc nguồn vốn khả dụng của toàn hệ thống được cải thiện tương ứng. Trên thực tế, nhu cầu giao dịch nguồn vốn giữa các ngân hàng có xu hướng giảm, khiến hiệu ứng lan tỏa về thanh khoản thấp hơn kỳ vọng. Nói cách khác, việc nới các tỷ lệ quản lý chưa làm thay đổi đáng kể cung vốn thực tế trên thị trường. Bên cạnh đó, TGKB vẫn là nguồn vốn ngắn hạn và cần có thời gian xử lý trên thị trường liên ngân hàng và tác động chủ yếu là hạ nhiệt lãi suất cho vay ngắn hạn (đặc biệt là vay vốn lưu động).
- (2) Chênh lệch kỳ hạn nguồn vốn vẫn sâu sắc. Theo quan điểm của chúng tôi, đây là yếu tố có ảnh hưởng lớn nhất đến mặt bằng lãi suất hiện nay. Nhiều khoản tín dụng bất động sản vẫn đang trong quá trình cơ cấu hoặc gia hạn. Các tài sản này tiếp tục được ghi nhận trên bảng cân đối kế toán nhưng chưa tạo ra dòng tiền và lợi nhuận tương xứng. Hệ quả là các ngân hàng phải huy động nguồn vốn trung và dài hạn lớn hơn để tài trợ cho các khoản mục này (và tài trợ cho các dự án hạ tầng trọng điểm), trong khi hiệu quả sử dụng vốn lại suy giảm (vòng quay tín dụng chậm). Trong bối cảnh đó, việc nới SFL chỉ góp phần cải thiện khả năng tiếp cận nguồn vốn ngắn hạn, nhưng chưa xử lý được nhu cầu vốn mang tính cấu trúc.
- Diễn biến lãi suất trên thị trường cũng phản ánh điều này khi không chỉ các kỳ hạn 12 tháng mà cả nhóm kỳ hạn 3–6 tháng đều ghi nhận mức tăng đáng kể. Điều đó cho thấy các ngân hàng đang chủ động điều chỉnh cơ cấu huy động nhằm tối ưu hóa nguồn vốn thay vì chỉ cạnh tranh ở kỳ hạn dài như trước đây. Nói cách khác, làn sóng tăng lãi suất huy động hiện nay không chỉ nhằm thu hút lượng tiền gửi mới mà còn thay đổi hành vi kỳ hạn của tiền gửi nhằm chuyển dịch nguồn huy động sang các kỳ hạn trung và dài.
- (3) Dòng vốn vào chưa đủ lớn để tạo thay đổi về trạng thái thanh khoản: Thời gian gần đây đã xuất hiện nhiều tín hiệu tích cực liên quan đến dòng vốn ngoại cũng như tiến độ giải ngân (vay offshore của các ngân hàng hay như nguồn FDI thực hiện cao kỷ lục). Tuy nhiên, xét trên quy mô toàn hệ thống, lượng vốn này vẫn chưa đủ lớn để tạo ra sự thay đổi đáng kể đối với trạng thái ngoại hối và thanh khoản.

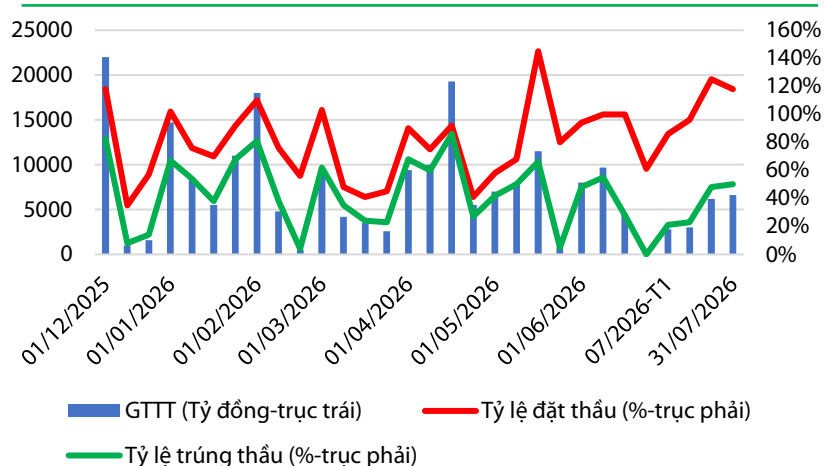
Tóm lại, việc hạ nhiệt mặt bằng lãi suất (đặc biệt là lãi suất huy động) cần thêm thời gian để hệ thống “tự cân chỉnh” (bao gồm xử lý các khoản tín dụng BĐS) và sự hỗ trợ thanh khoản từ NHNN sẽ là yếu tố then chốt giúp cho kỳ vọng hạ nhiệt mặt bằng lãi suất một cách bền vững trở nên rõ ràng hơn.

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



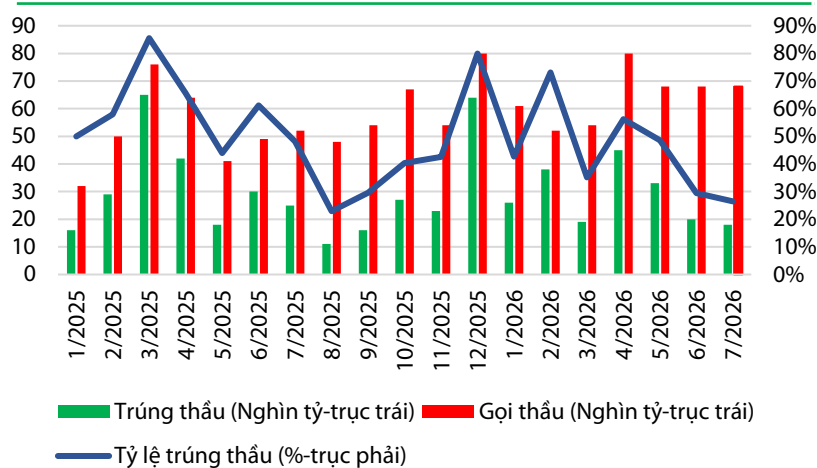
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ đặt thầu và tỷ lệ trúng thầu



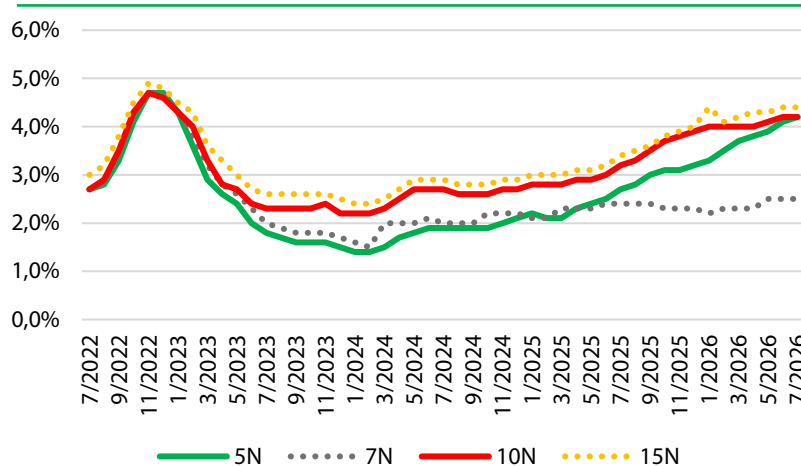
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị trúng thầu/gọi thầu và tỷ lệ trúng thầu



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

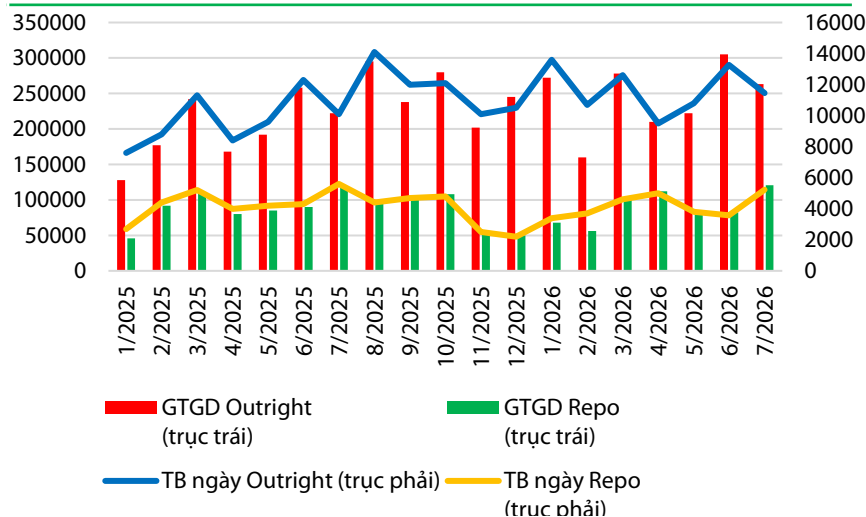
Lãi suất trúng thầu thị trường sơ cấp tại 1 số kỳ hạn phổ biến (%)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

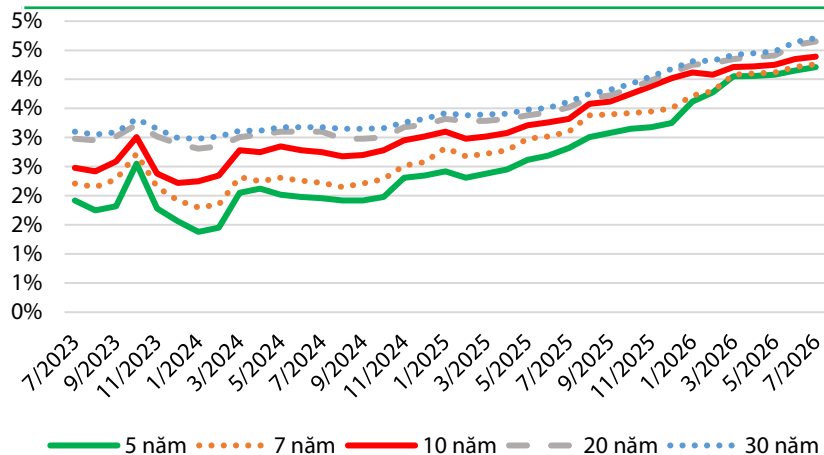
- Trong tháng 7/2026, Kho bạc Nhà nước đã tổ chức 24 phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ với tổng giá trị gọi thầu (GTGT) là 68.500 tỷ đồng, tỷ lệ trúng thầu là 27,2%.
- KBNB gọi thầu các kỳ hạn 3, 5, 10, 15, và 30 năm. Trong đó, kỳ hạn 5 năm chiếm 45,9% giá trị trúng thầu (GTTT) đạt 9.050 tỷ đồng (tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu đạt 40,7%). Kỳ hạn 10 năm trúng thầu 9.409 tỷ đồng (tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu đạt 24.8%), kỳ hạn 3 năm trúng thầu 190 tỷ đồng (tỷ lệ 9,5%), kỳ hạn 15 năm trúng thầu 175 tỷ đồng (tỷ lệ 3,5%) và kỳ hạn 30 năm trúng thầu 280 tỷ đồng (tỷ lệ 11,2%). Kỳ hạn phát hành bình quân tháng 7 là 7,98 năm.
- Lãi suất trúng thầu trung bình đạt 4,27%/năm, tăng so với mức 4,25% trong tháng 6/2026. Tổng giá trị TPCP phát hành thông qua đấu thầu trong 7 tháng đầu năm 2026 là 201.165 tỷ đồng, đạt 40,2% kế hoạch cả năm (500.000 tỷ đồng). Trong đó, giá trị TPCP phát hành trong Quý II đạt 15,5% kế hoạch quý (120.000 tỷ đồng).

Giá trị giao dịch TPCP (tỷ đồng)



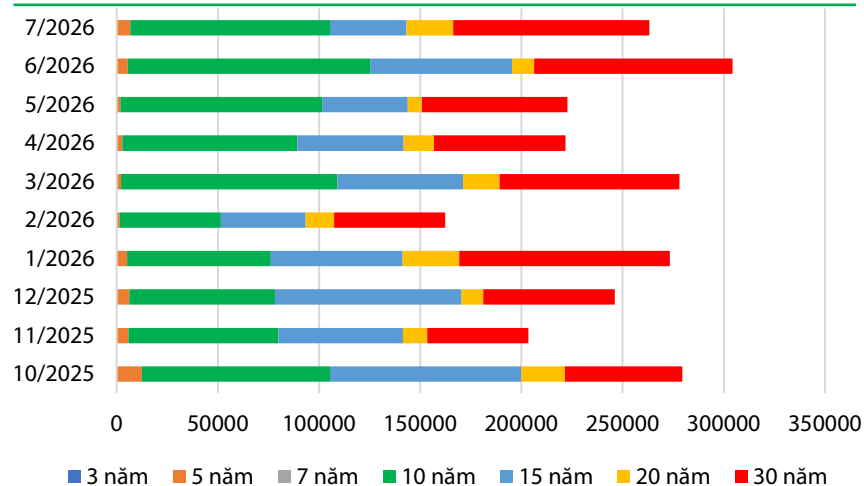
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Vùng lợi suất giao dịch theo kỳ hạn còn lại



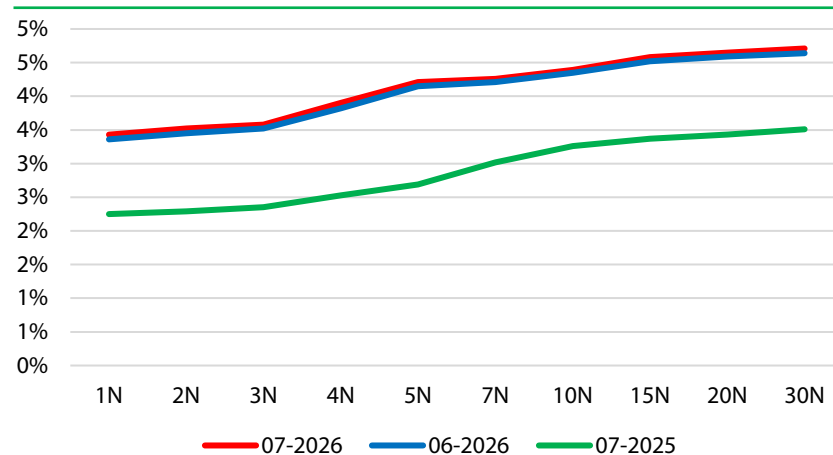
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị giao dịch theo kỳ hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Đường cong lợi suất tại các thời điểm xác định



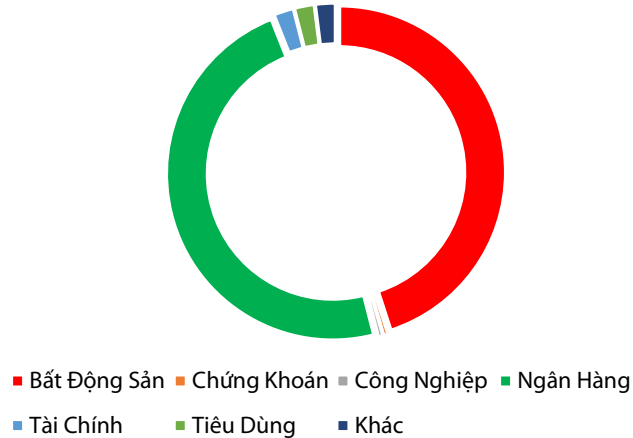
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Giá trị giao dịch thông thường (Outright) là 263.324 tỷ đồng (giảm 13,7% so với tháng trước) và giao dịch mua bán lại (Repo) là 120.456 tỷ đồng (tăng 46,5% so với tháng trước). Thanh khoản trung bình/ngày của giao dịch Outright ở mức 11.449 tỷ đồng và của giao dịch Repo là 5.237 tỷ đồng, lần lượt giảm 13,7% và tăng 46,5% so với cùng kỳ tháng trước. Trái phiếu kỳ hạn 10 năm, 15 năm và 30 năm chiếm phần lớn giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp, lần lượt là 37%, 15% và 37% trên tổng số 263.324 tỷ đồng.
- Đường cong lợi suất trái phiếu trong tháng 7/2026 dịch chuyển lên trên và có xu hướng phẳng hơn khi lợi suất các kỳ hạn ngắn tăng mạnh hơn kỳ hạn dài. Diễn biến này cho thấy thị trường đang chịu áp lực nhất định ở phía ngắn hạn, trong khi kỳ vọng đối với mặt bằng lãi suất dài hạn tương đối ổn định.
- Lợi suất TPCP nhiều khả năng đi ngang trong thời gian tới. Áp lực phát hành vẫn còn lớn khi khối lượng phát hành mới chỉ đạt khoảng 16% kế hoạch quý III và 31% kế hoạch cả năm. Tuy nhiên, lãi suất liên ngân hàng được kỳ vọng giảm nhẹ, trong khi lạm phát hạ nhiệt hai tháng liên tiếp có thể góp phần giảm áp lực lên lợi suất TPCP.

Mặc dù lãi suất liên ngân hàng kỳ hạn qua đêm trong tháng 7 đã giảm xuống bình quân khoảng 4,08%/năm, thấp hơn mức 5,47%/năm của tháng trước, nhưng áp lực từ biến động tăng, giảm của tỷ giá USD/VND, kỳ vọng mặt bằng lãi suất tiếp tục ở mức cao cùng thanh khoản của hệ thống ngân hàng thương mại chưa thực sự cải thiện đã ảnh hưởng trực tiếp đến nhu cầu đầu tư trái phiếu chính phủ (Tổng giá trị TPCP phát hành thông qua đấu thầu trong 7 tháng đầu năm 2026 mới đạt 40,2% kế hoạch cả năm). Trong bối cảnh vĩ mô nhiều thách thức, phương cách điều hành ngân quỹ nhà nước của KBNN có nhiều điểm đáng chú ý như sau:

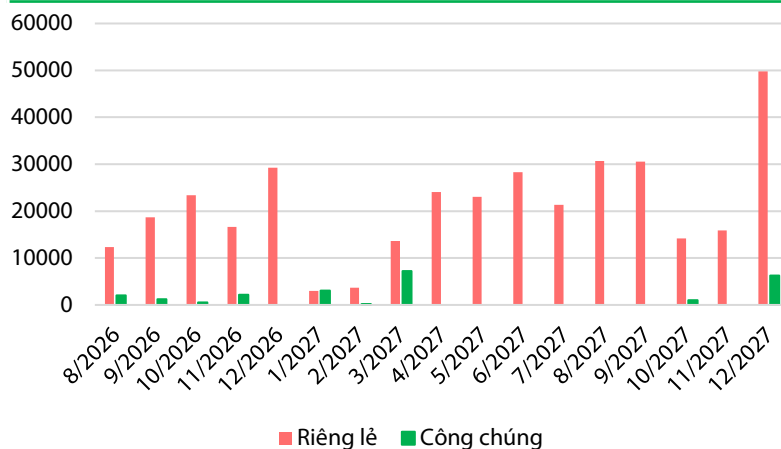
- Trong bối cảnh lãi suất trên thị trường các kỳ hạn dài vẫn neo ở mức cao, nếu nâng mạnh lãi suất phát hành để thu hút nhà đầu tư, chi phí vay của Chính phủ sẽ gia tăng, đồng thời có thể tạo hiệu ứng lan tỏa lên mặt bằng lãi suất của nền kinh tế. Vì vậy, KBNN đã lựa chọn phương án điều tiết khối lượng phát hành theo từng thời điểm, bám sát diễn biến thị trường và điều hành lãi suất theo hướng phù hợp với định hướng chính sách tiền tệ của NHNN. Nhờ đó, mặt bằng lãi suất phát hành TPCP tiếp tục được duy trì ổn định.
- Song song với việc kiểm soát chi phí huy động vốn, cơ cấu kỳ hạn phát hành cũng tiếp tục được duy trì theo hướng bền vững. Cụ thể, kỳ hạn phát hành bình quân lũy kế đạt 9,23 năm, trong khi thời gian đáo hạn bình quân của danh mục trái phiếu chính phủ đạt 8,17 năm. Việc kéo dài kỳ hạn phát hành giúp giảm áp lực trả nợ trong ngắn hạn, hạn chế rủi ro tái cấp vốn và góp phần nâng cao mức độ an toàn của danh mục nợ Chính phủ. Đến hết tháng 7/2026, lãi suất phát hành bình quân đạt 4,13%/năm, chỉ tăng 0,02 điểm phần trăm so với mức bình quân của 6 tháng đầu năm. Đây là mức biến động rất nhỏ nếu đặt trong bối cảnh chi phí vốn trên thị trường quốc tế vẫn ở mức cao và nhiều nền kinh tế tiếp tục duy trì chính sách tiền tệ thận trọng.
- Một giải pháp quan trọng được KBNN triển khai là phối hợp chặt chẽ với các đơn vị liên quan để thường xuyên rà soát tình hình thu, chi ngân sách cũng như khả năng sử dụng nguồn ngân quỹ nhà nước tạm thời nhàn rỗi. Trên cơ sở đó, ưu tiên sử dụng nguồn ngân quỹ này cho ngân sách trung ương vay (hoặc gửi sang hệ thống NHTM) trong phạm vi khả năng cân đối, qua đó giảm áp lực phát hành TPCP khi điều kiện thị trường chưa thực sự thuận lợi. Nhìn chung, giải pháp này không chỉ góp phần nâng cao hiệu quả quản lý ngân quỹ nhà nước mà còn tăng cường sự gắn kết giữa công tác quản lý ngân quỹ với quản lý nợ công, tối ưu hóa chi phí huy động vốn của Chính phủ.

Tỷ trọng giá trị phát hành TPDN theo ngành trong 7 tháng năm 2026 (%)



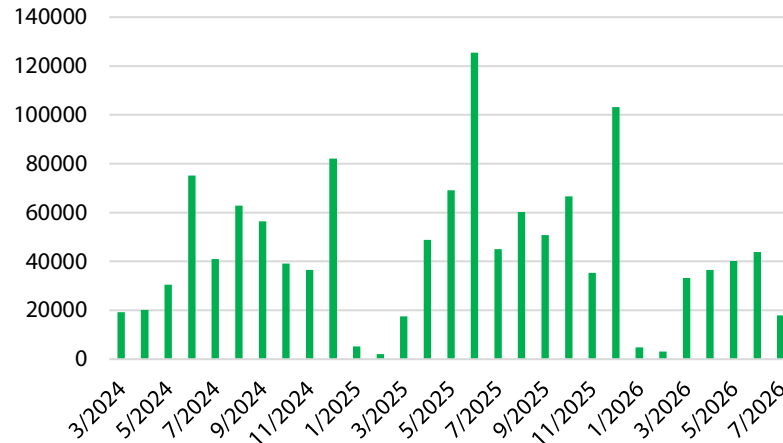
Nguồn: HNX, CTCK Rông Việt

Giá trị đáo hạn TPDN 12 tháng tới theo hình thức phát hành (tỷ đồng)



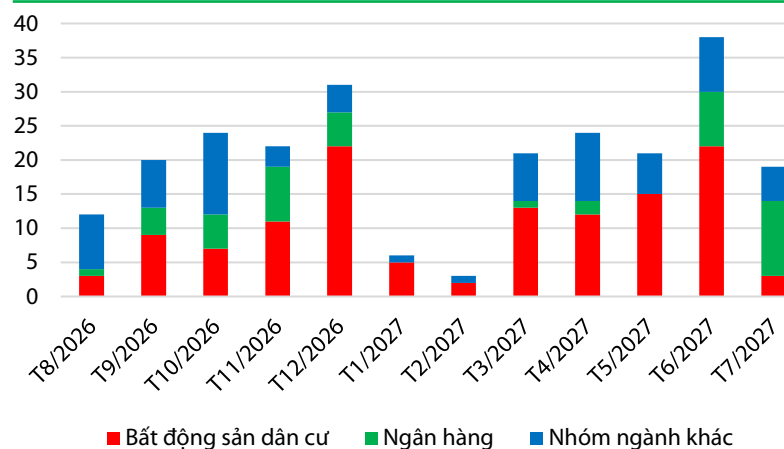
Nguồn: HNX, CTCK Rông Việt

Giá trị phát hành theo tháng (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rông Việt

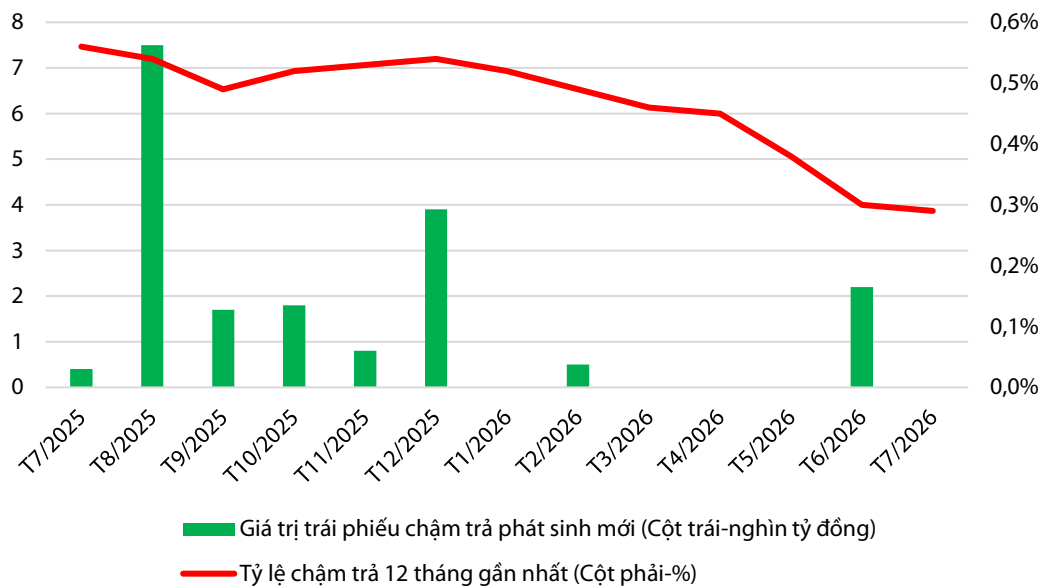
Giá trị đáo hạn TPDN theo ngành trong 12 tháng tới (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rông Việt

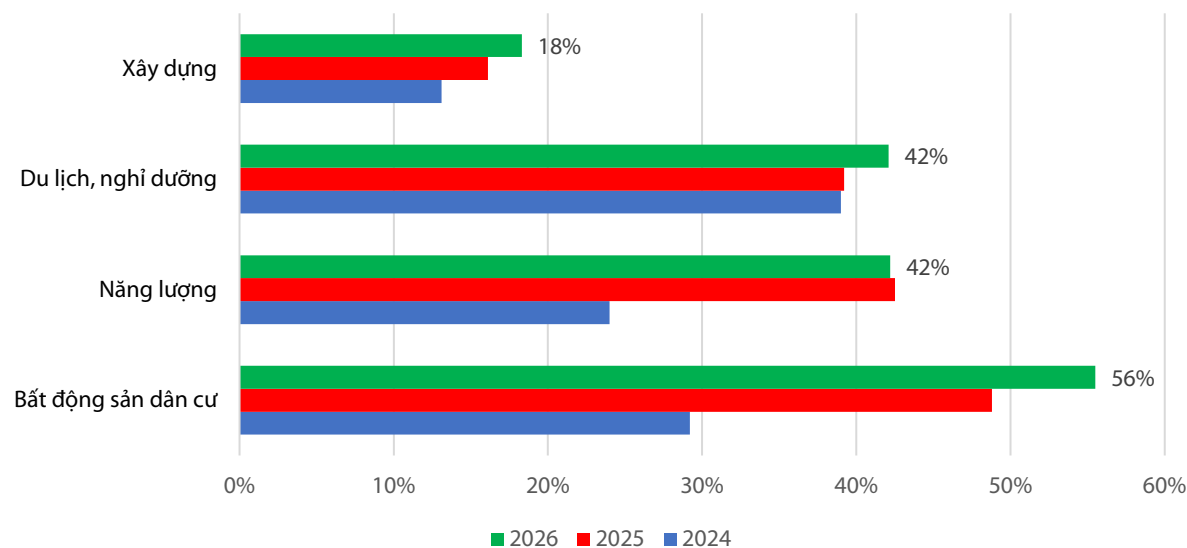
- Bức tranh thị trường trái phiếu doanh nghiệp tháng 7 vừa qua ghi nhận sự sụt giảm mạnh của hoạt động phát hành mới so với tháng trước, trong khi thanh khoản trên thị trường thứ cấp cải thiện và quy mô dư nợ toàn thị trường tiếp tục duy trì ở mức cao.
- Theo dữ liệu tổng hợp từ HNX và SSC, trong tháng 7/2026 đã có 20 đợt phát hành trái phiếu với tổng giá trị 17.644 tỷ đồng. Trong đó, 18 đợt phát hành riêng lẻ đạt 12.339 tỷ đồng và 2 đợt phát hành ra công chúng đạt 5.305 tỷ đồng. Trong 7 tháng đầu năm 2026, tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp đạt 289.911 tỷ đồng, trong đó phát hành riêng lẻ chiếm 89%.
- Trong 5 tháng còn lại của năm 2026, giá trị đáo hạn ước tính là 106.155 tỷ đồng (nhóm BĐS chiếm 55,6%). Trên thị trường thứ cấp, tổng giá trị giao dịch TPDN riêng lẻ trong tháng 7/2026 đạt 168,482 tỷ đồng, bình quân đạt 7,325 tỷ đồng/phần, giảm 5% so với bình quân tháng 6/2026.
- Ngân hàng tiếp tục là nhóm ngành phát hành TPDN chính trong tháng, chiếm tới 79% tổng giá trị phát hành mới. Nhóm bất động sản dân cư xếp thứ hai nhưng chỉ đóng góp 11%.
- Cấu trúc lãi suất và kỳ hạn của hai nhóm phát hành chính có sự phân hóa rõ rệt. Nhóm Ngân hàng: Lãi suất coupon trung bình đạt 8,7%/năm, với kỳ hạn phát hành trung bình kéo dài đến 12,5 năm. Nhóm Bất động sản: Lãi suất coupon trung bình cao hơn đáng kể, đạt 10,9%/năm, tuy nhiên kỳ hạn trung bình lại ngắn hơn nhiều, chỉ ở mức 5,5 năm.

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 (%)

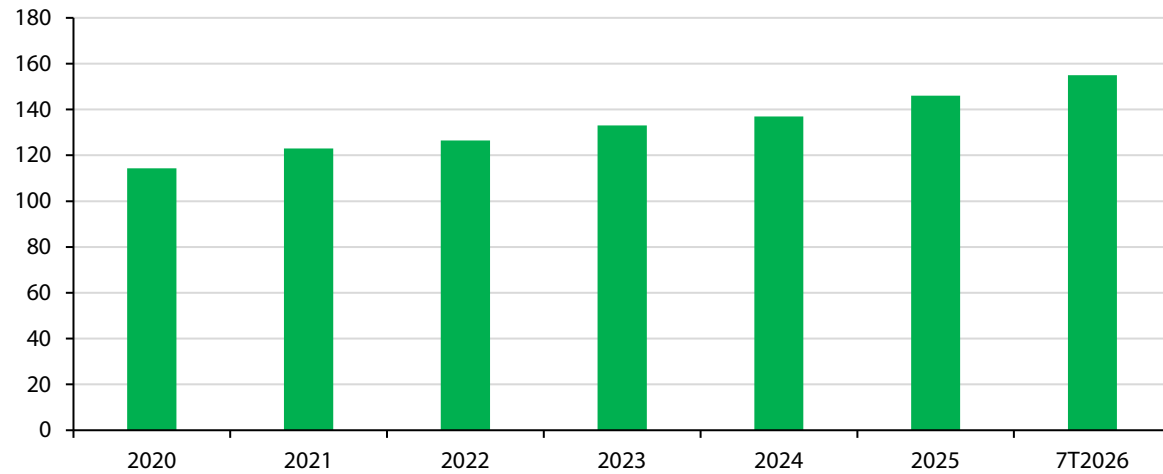


Nguồn: HNX, VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Một điểm sáng quan trọng là tỷ lệ chậm trả hàng năm (tính cho 12 tháng gần nhất) trong tháng 7/2026 tiếp tục giảm xuống mức 0,29% (so với mức 0,30% của tháng 6 và giảm mạnh từ mức 0,56% ghi nhận vào tháng 7/2025).
- Xét về tổng dư nợ trái phiếu lưu hành toàn thị trường tính đến tháng 7/2026 đạt 1.487 nghìn tỷ đồng (tương đương 10,9% GDP danh nghĩa gần nhất). Trong đó, 89,8% dư nợ ở trạng thái bình thường; 3,3% đang chậm trả lãi và 6,8% ở trạng thái chậm trả gốc và chưa khắc phục
- Về công tác xử lý và thu hồi nợ chậm trả, tỷ lệ thu hồi đối với trái phiếu chậm trả trong năm 2026 của ngành Bất động sản dân cư đạt 55,5% (tăng so với 48,8% năm 2025 và 29,2% năm 2024). Tỷ lệ thu hồi chung đối với trái phiếu có tài sản đảm bảo đạt mức gần 53% trong tháng 7/2026, vượt trội so với mức khoảng 42% của nhóm không có tài sản đảm bảo.

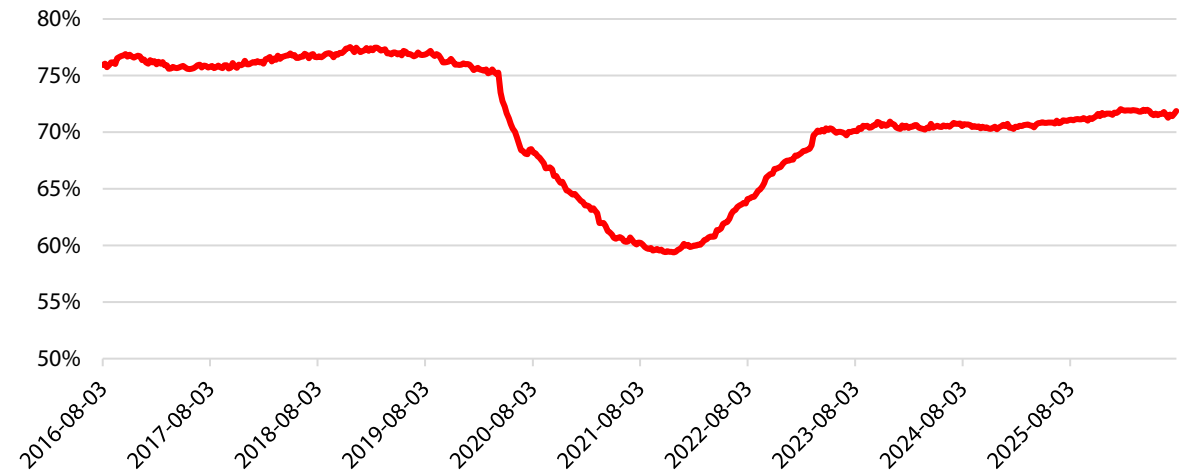
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ dư nợ tín dụng/GDP (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

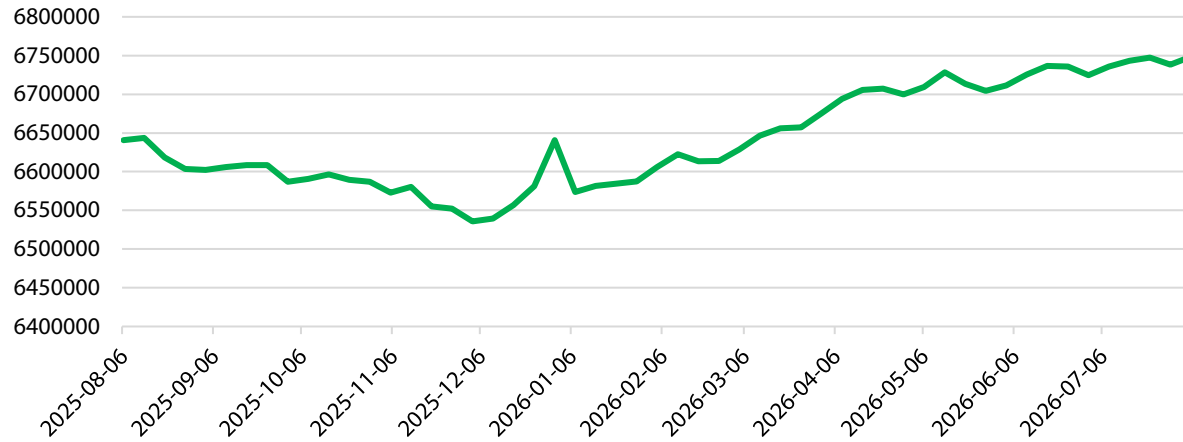
Tỷ lệ dư nợ tín dụng/tổng huy động của hệ thống NHTM Hoa Kỳ



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

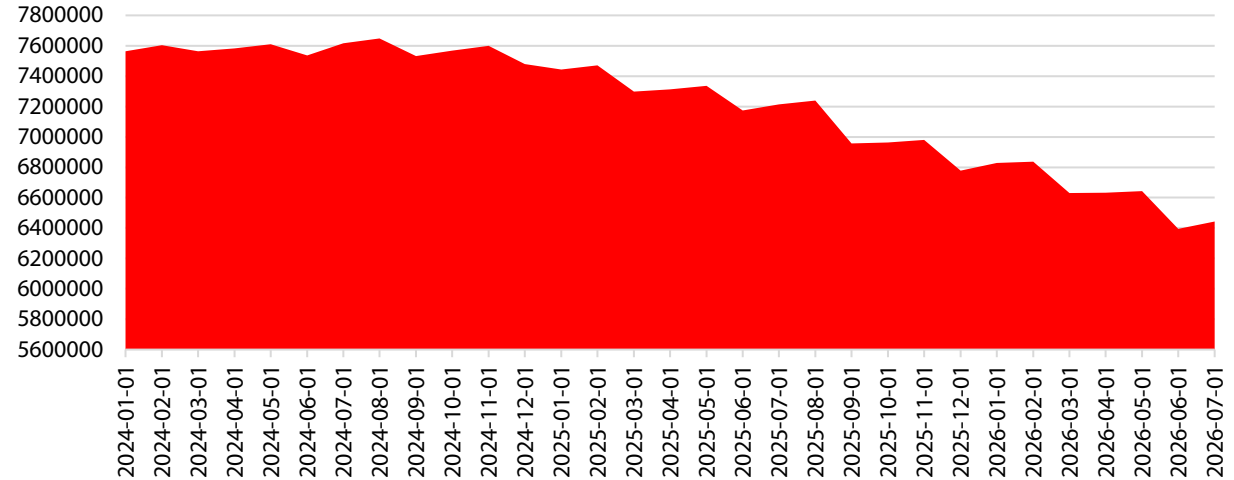
- Tín dụng/GDP của Việt Nam đến tháng 7/2026 đã đạt 155% hay vấn đề chênh lệch kỳ hạn hiện nay của hệ thống NHTM vẫn sâu sắc. Điều này có đáng quan ngại không? Quan điểm truyền thống vẫn cho rằng tín dụng là đòn bẩy tạo ra tăng trưởng GDP. Nhưng vấn đề là ở Việt Nam gánh nặng này đặt lên chính sách tiền tệ, lên hệ thống NHTM, trong khi ở những nước khác nhiệm vụ này đặt trong những vị trí, vai trò khác trong hệ thống tài chính.
- Yếu tố quan trọng bậc nhất trong chính sách tiền tệ hiện đại là chi tiêu (chi tiêu công, tiêu dùng), nếu chi tiêu càng lớn thì thanh khoản hệ thống ngân hàng càng tốt (huy động sẽ luôn cao hơn tín dụng, như hình trên với trường hợp tại Mỹ). Vấn đề nằm ở chỗ cách nhìn về vận hành hệ thống. Thay vì sử dụng nguồn tài trợ từ bên ngoài (như vay offshore) hay đơn giản hơn thì từ nguồn chi tiêu của Chính phủ, thì hệ thống NHTM tại Việt Nam chủ yếu sử dụng nguồn từ chính bên trong hệ thống (tín dụng tạo ra huy động), nói cách khác là lấy cân đối của toàn hệ thống để tài trợ cho chính nó.
- Đây mới là điểm then chốt, mặc dù cố gắng **tận dụng nguồn nội sinh từ hệ thống** nhưng đặc điểm của quá trình này là: chậm, chi phí cao và hình thành chênh lệch huy động-tín dụng. Điều quan trọng nhất là để lại hậu quả lên chi phí huy động (COF). Các ngân hàng phải "chừa" ra khoảng lớn NIM để xử lý chi phí tín dụng (do phát sinh nợ xấu) dẫn đến chênh lệch lãi suất huy động-tín dụng sẽ là rất lớn và lãi suất từ nguồn huy động đến tín dụng qua rất nhiều bước. Hệ quả tiêu cực của quá trình này là các dòng lãi suất điều hành của NHNN (lãi suất tái cấp vốn, tái chiết khấu) đều khó tác động và định hướng tốt cho lãi suất thị trường 1.
- Tín dụng/GDP (hay tín dụng lớn hơn huy động) cao không phải là vấn đề (vì đây là bản chất của hệ thống NHTM tại Việt Nam), điều cốt lõi nằm ở chi phí khi sử dụng nguồn huy động (từ nội sinh) là tương đối lớn. Tất nhiên mặt lợi của quá trình này là cách ly khủng hoảng hệ thống tài chính khỏi khu vực công. Nhưng trên thực tế, mỗi khi có khủng hoảng bất kể quy mô nào (SCB hay Covid) chi phí đều phản ánh lên toàn bộ hệ thống. Ngoài ra, tốc độ chuyển hóa tín dụng thành chi tiêu, thu nhập và sản lượng của mỗi khoản tín dụng được giải ngân. Về bản chất khi giải ngân thì tiền vẫn nằm trong hệ thống dưới dạng tiền gửi không kỳ hạn và ngân hàng vẫn có thể tiếp tục cho vay nếu như chưa đạt giới hạn về vốn và thanh khoản. Tuy nhiên đó chỉ là góc độ trong việc tăng cung tiền hệ thống, nhưng việc đó sẽ không làm tăng được GDP mà việc giải ngân tín dụng sẽ giúp tăng trưởng GDP sẽ nằm ở khả năng quay của dòng tiền được giải ngân, nếu như dòng tiền đẩy được chi tiêu trong nền kinh tế thì việc giải ngân tín dụng mới thực sự có thể tạo ra được giá trị và đóng góp vào GDP → việc tăng tín dụng nhưng vòng quay thấp sẽ khiến tín dụng bị nhàn (góp phần tăng tỷ lệ tín dụng/GDP).
- Nhìn xa hơn, việc quản lý nguồn huy động hiện nay cần chuyển từ siết chặt theo kỳ hạn ngắn- dài sang quản lý theo tính ổn định của nguồn (ví dụ: nguồn ngắn hạn nhưng ổn định thì vẫn tài trợ được cho dự án dài hạn), qua đó kéo giảm chi phí vốn của hệ thống.

Bảng cân đối của Fed – tiếp tục mở rộng từ đầu năm đến nay (triệu USD)



Nguồn: FRED, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Bảng cân đối của BOJ-tiếp tục thu hẹp (trăm triệu Yên)



Nguồn: FRED, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Một cách đơn giản nhất để can thiệp ngoại hối là Bộ Tài chính Nhật mua vào JPY thông qua bán hần TPCP Hoa Kỳ (UST). Nghiệp vụ này ngay lập tức tạo ra áp lực đối với Bộ Tài chính Hoa Kỳ. Vì sao? Nếu nhìn vào lợi suất UST kỳ hạn 10 năm đang ở vùng 4,75% - mức cao nhất kể từ khủng hoảng tài chính năm 2008, thì hành động bán UST của Bộ Tài chính Nhật sẽ càng đẩy lợi suất UST lên cao hơn trong bối cảnh thâm hụt ngân sách ngày càng sâu sắc. Do đó, Bộ Tài chính Hoa Kỳ đã có những bước đi can thiệp hỗ trợ đồng Yên.

- Cách can thiệp đầu tiên đó là sử dụng EUR để mua JPY, bằng cách này thì sẽ có 2 tác dụng bao gồm tránh phát đi dấu hiệu đảo chiều chính sách và không làm USD yếu đi một cách trực tiếp. Tác dụng thứ 2 thiên về kỹ thuật đó là trung hòa hoặc làm giảm ảnh hưởng trực tiếp lên DXY khi JPY tăng giá và EUR giảm giá. Tuy nhiên thì đây cũng chỉ là yếu tố ngắn hạn và sẽ không tác động lâu dài đến xu hướng tỷ giá EUR/USD.
- Cách thứ 2 đó là dùng công cụ FIMA Repo và FX-swap. Cơ chế vận hành của công cụ này như sau: (1) Bộ Tài chính Nhật Bản cầm cố tạm thời lượng UST mà họ nắm giữ với Fed và Fed sẽ cung cấp thanh khoản USD cho Bộ Tài chính Nhật. Điều này hàm ý là Bộ tài chính Nhật không phải bán đứt lượng UST ra thị trường thứ cấp, do đó, không làm tăng lợi suất UST; (2) Tiếp theo Bộ Tài chính Nhật dùng USD vừa cầm cố được để bán USD trên thị trường ngoại hối (FX market) và mua JPY. Nếu như roll lại liên tục các hợp đồng repo này thì cũng không khác gì là bơm tiền chứ không chỉ là bơm thanh khoản và **hệ quả sẽ khiến USD trở nên suy yếu nếu quy mô hợp đồng đủ lớn.**

Nhìn chung, việc hỗ trợ can thiệp đồng Yên sẽ đẩy Fed vào một thế lưỡng nan. Fed vẫn đang mở rộng bảng cân đối nhằm hỗ trợ ổn định lợi suất UST thông qua QE sau đó Twist lại đường cong lợi suất UST, và nay lại gánh thêm việc cầm cố UST của Bộ Tài chính Nhật. Vì vậy, việc thu hẹp bảng cân đối theo kỳ vọng ban đầu của Chủ tịch Kenvin Warsh khó thành hiện thực. Kết hợp với kỳ vọng nâng lãi suất để kiểm soát lạm phát sẽ dẫn đến tình huống: nâng lãi suất nhưng lại mở rộng bảng cân đối.

Hệ quả tất yếu của việc đồng Yên mạnh lên (nếu can thiệp hiệu quả) trong bối cảnh BOJ nâng lãi suất và thu hẹp bảng cân đối là chi phí vốn toàn cầu không còn thấp nữa và gây bất lợi cho việc vay offshore trong thời gian tới, đồng thời cũng kích hoạt dòng vốn đầu tư chốt lời và chuyển lợi nhuận về Nhật Bản gây áp lực lên tỷ giá (BOJ nới lỏng suốt hơn 20 năm, tạo điều kiện cho nhiều tài sản nước ngoài được tài trợ bằng đồng Yên).



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 báo 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.**



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



RONGVIET SECURITIES CORPORATION (VDSC)

**DỊCH VỤ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ
TỐT NHẤT VIỆT NAM 2025**
GIẢI THƯỞNG GLOBAL BANKING & FINANCE