

BÁO CÁO CHUYÊN ĐỀ TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

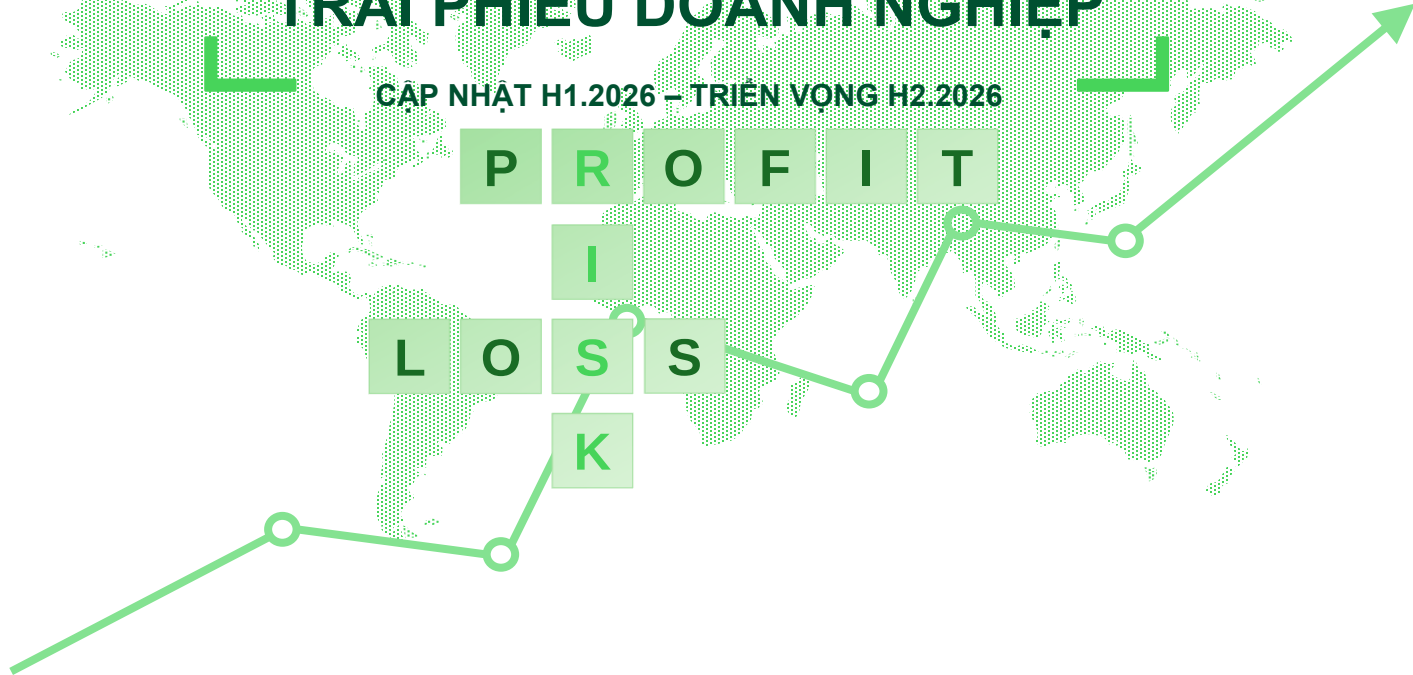
CẬP NHẬT H1.2026 – TRIỂN VỌNG H2.2026

P R O F I T

I

L O S S

K



Điểm nhấn thị trường H1.2026

- ♥ Quy mô dư nợ thị trường trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) năm H1.2026 đạt khoảng 1.435.040 tỷ đồng (+8% yoy), tương đương khoảng 11% GDP.
- ♥ Trong H1.2026, tổng giá trị phát hành TPDN đạt 186.915,38 tỷ đồng (-30,4% svck). Hoạt động phát hành chủ yếu đến từ nhóm Ngân hàng và Bất động sản. Nguồn vốn phát hành tiếp tục tập trung ở kì hạn 3 – 5 năm (50,5% GTPH).
- ♥ Mặt bằng lãi suất bình quân tăng rõ rệt lên 9,86%/năm (+119 bps so với H2.2025 và +286 bps svck) trong bối cảnh lãi suất huy động tăng từ đầu năm. Trong khi đó, kỳ hạn bình quân co ngắn trong bối cảnh chi phí vốn cao.
- ♥ Khối lượng phát hành nhóm ngân hàng giảm mạnh khoảng 55% svck, trong khi lãi suất phát hành bình quân của nhóm ngân hàng tăng đáng kể với mặt bằng coupon phổ biến thiết lập quanh 8–8,7%/năm.
- ♥ Tình hình chậm trả cải thiện rõ rệt. Hoạt động mua lại trước hạn tiếp tục diễn ra sôi động, tập trung chủ yếu ở nhóm ngân hàng.
- ♥ Thanh khoản trên thị trường thứ cấp tiếp tục hoạt động sôi nổi: Lũy kế 6 tháng đầu năm, tổng giá trị giao dịch phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đạt 167.556 tỷ đồng (+29,8% YoY). Thanh khoản thị trường vẫn có sự phân hóa lớn, tập trung chủ yếu ở nhóm ngành bất động sản và ngân hàng.

Nhận định và dự báo thị trường H2.2026

- ♥ VCBS kỳ vọng mặt bằng LSHĐ sẽ duy trì đi ngang quanh vùng hiện tại trong thời gian tới, khiến mặt bằng lợi suất TPDN khó giảm.
- ♥ Áp lực đáo hạn trong H2.2026 vẫn đáng lưu ý, đặc biệt nhóm BDS.
- ♥ **Về phía cung: Chúng tôi dự báo hoạt động phát hành TPDN dự kiến tiếp tục tăng tốc trong H2.2026, song vẫn có sự phân hóa.** Nguồn cung dẫn dắt chủ yếu bởi các nhóm chính: Ngân hàng, BDS, Hạ tầng, Tiện ích, và Logistics.
 - (i) **Ngân hàng:** tiếp tục dẫn dắt nhờ nhu cầu vốn trung – dài hạn, cân đối thanh khoản và bổ sung vốn cấp 2.
 - (ii) **Bất động sản:** phát hành tăng theo nhu cầu triển khai dự án và cơ cấu nợ, nhưng tập trung ở doanh nghiệp có nền tảng tài chính tốt, quỹ đất sạch, pháp lý hoàn thiện và khả năng tạo dòng tiền rõ ràng.
 - (iii) **Hạ tầng, tiện ích và logistics:** đóng góp tích cực hơn nhờ đầu tư công và nhu cầu phát triển kết nối.
- ♥ **Về phía cầu: Cầu TPDN kỳ vọng phục hồi nhờ xếp hạng tín nhiệm được mở rộng nhiều hơn và khung pháp lý ngày càng minh bạch, qua đó cải thiện khả năng định giá rủi ro và củng cố niềm tin nhà đầu tư.**

MỤC LỤC



01

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

- Hoạt động phát hành trong H1 trầm lắng.
- Thị trường thứ cấp tiếp tục giao dịch sôi động.

02

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

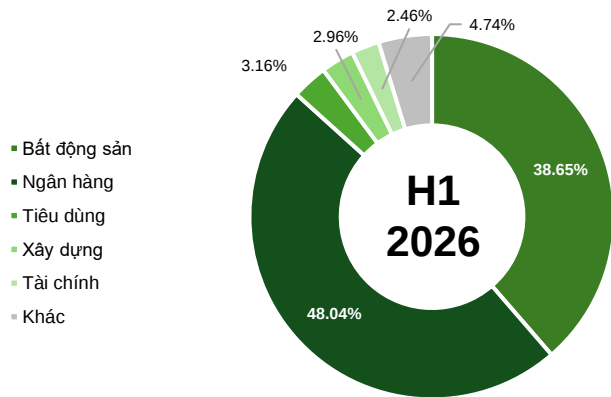
- LSHĐ duy trì ở vùng cao, lợi suất phát hành TPDN khó giảm.
- Sau loạt điều chỉnh pháp lý trong giai đoạn 2024–2025, xu hướng minh bạch hóa trên thị trường TPDN đã trở nên rõ nét hơn.
- Thị trường TPDN đang tiếp tục củng cố vai trò là kênh huy động vốn trung – dài hạn quan trọng của doanh nghiệp.
- Dự báo hoạt động phát hành TPDN dự kiến tiếp tục tăng tốc trong H2.2026, song vẫn có sự phân hóa.
- Cầu TPDN kỳ vọng phục hồi.

Quy mô phát hành TPDN sụt giảm mạnh trong bối cảnh chi phí vốn tăng

Trong H1.2026, tổng giá trị phát hành TPDN đạt 186.915,38 tỷ đồng (-30,4% svck):

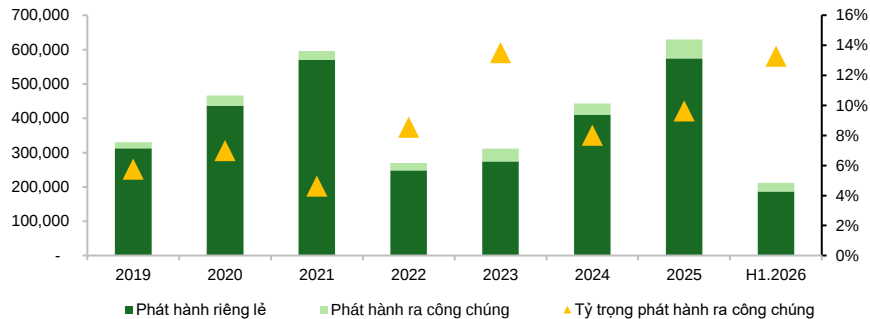
- Phát hành riêng lẻ vẫn chiếm vai trò chủ đạo, trị giá 162.083 tỷ đồng. Tuy nhiên, hoạt động phát hành riêng lẻ kém sôi động hơn so với cùng kỳ năm ngoái (-32,65% svck), chủ yếu do hoạt động huy động của nhóm ngân hàng thu hẹp trên nền so sánh cao, đặc biệt trong bối cảnh chi phí vốn tăng dẫn đến tâm lý thận trọng hơn của doanh nghiệp phát hành và điều kiện tiếp cận ngày càng thận trọng hơn.
- Kênh phát hành ra công chúng cũng ghi nhận sự sụt giảm với giá trị phát hành đạt 24.832 tỷ đồng (-11,1% svck).

Hoạt động phát hành chủ yếu đến từ nhóm Ngân hàng và Bất động sản

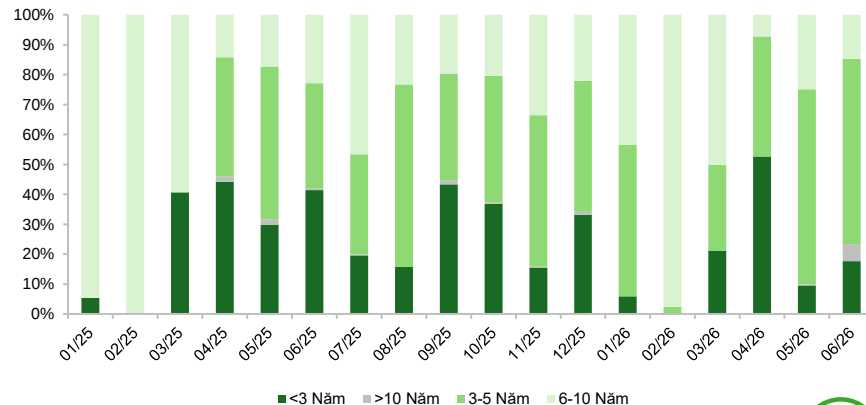


Nguồn: VBMA, CBIS Portal, VCBS Tổng hợp

Giá trị TPDN (Đơn vị: tỷ VND)



Nguồn vốn phát hành tiếp tục tập trung ở kì hạn 3 – 5 năm (50,5% GTPH)



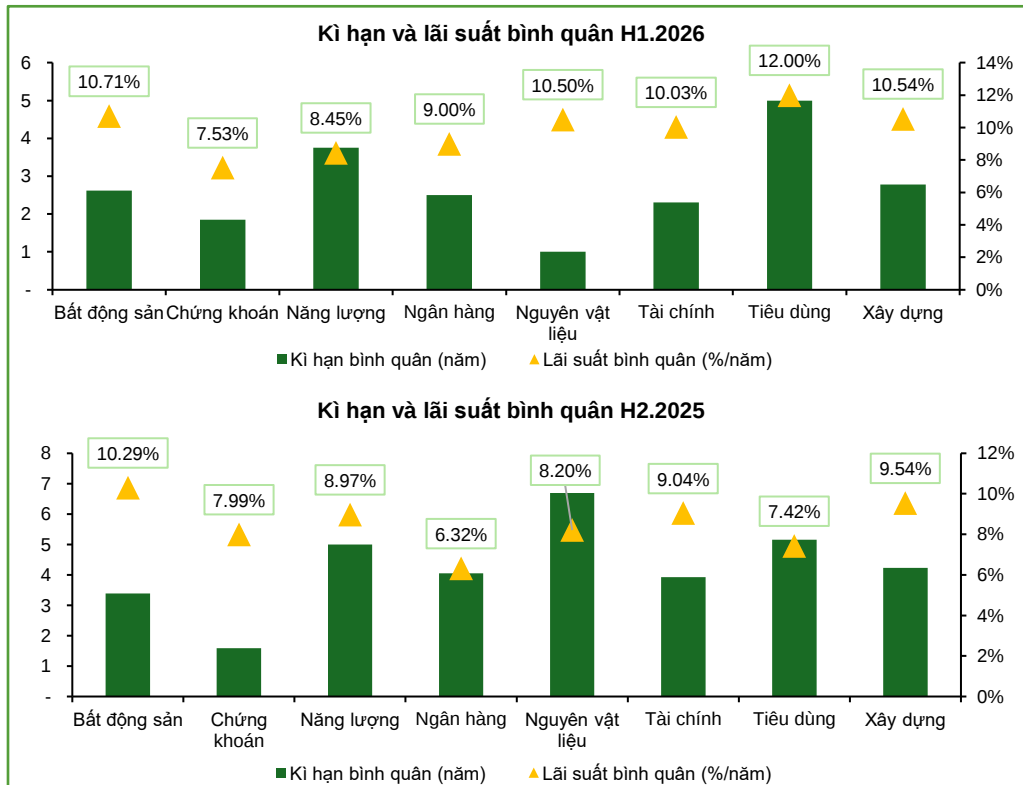
Lãi suất phát hành tăng mạnh, kỳ hạn có xu hướng co ngắn

Lãi suất phát hành tăng mạnh, đáng chú ý nhóm ngân hàng

- Mặt bằng lãi suất bình quân tăng rõ rệt lên 9,86%/năm (+119 bps so với H2.2025 và +286 bps svck) trong bối cảnh lãi suất huy động tăng từ đầu năm, làm tăng lãi suất tham chiếu của trái phiếu thả nổi, trong khi các lô trái phiếu lãi suất cố định phát hành mới thường phải đưa ra mức coupon cạnh tranh hơn để thu hút dòng tiền.
- Đáng chú ý, lãi suất phát hành bình quân của nhóm ngân hàng tăng đáng kể lên khoảng 9,0%/năm, với mặt bằng coupon phổ biến thiết lập quanh 8–8,7%/năm, cho thấy áp lực chi phí vốn gia tăng khi tăng trưởng vượt xa huy động và nhu cầu bổ sung nguồn vốn trung – dài hạn tiếp tục ở mức cao, nhấn mạnh hơn vai trò của kênh dẫn vốn trái phiếu doanh nghiệp. Một số lô phát hành của nhóm ngân hàng quy mô vừa và nhỏ như VAB, TPB và VBB phát hành trái phiếu với lãi suất thả nổi quanh 9 – 9,7%/năm, góp phần kéo mức bình quân ngành đi lên.

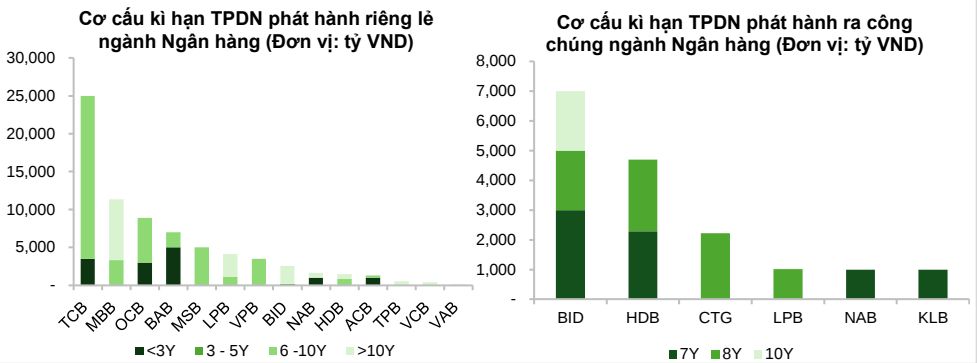
Kỳ hạn bình quân co ngắn trong bối cảnh chi phí vốn cao

- Kỳ hạn phát hành có xu hướng rút ngắn lại và tập trung ở 3–5 năm, cho thấy tâm lý thận trọng của các doanh nghiệp phát hành khi hạn chế khóa chi phí vốn cao trong thời gian dài trong bối cảnh thị trường còn kém thuận lợi.



Phát hành trái phiếu ngân hàng thu hẹp, chi phí vốn tăng

- Khối lượng phát hành nhóm ngân hàng giảm mạnh khoảng 55% so với cùng kỳ năm trước chủ yếu do: (i) nền so sánh H1.2025 ở mức cao khi ngân hàng tập trung đẩy mạnh phát hành nhằm bổ sung nguồn vốn đáp ứng tang trường tín dụng cao; (ii) chi phí huy động tăng mạnh theo mặt bằng lãi suất huy động; (iii) các ngân hàng ưu tiên sử dụng nguồn vốn linh hoạt hơn trong ngắn hạn, và thận trọng hơn với việc khóa nguồn vốn trung – dài hạn ở mức lãi suất cao.
- Nhóm NHTMCP quốc doanh tập trung phát hành trái phiếu tăng vốn cấp 2, hình thức phát hành ra công chúng nhằm củng cố hệ số an toàn vốn.
- Lãi suất phát hành nửa đầu năm tăng mạnh theo mặt bằng lãi suất huy động.



Khối lượng (tỷ VNĐ) và Lãi suất phát hành (%) của một số mã TPDN Ngân hàng nổi bật H1.2026

	2Y	3Y	6Y	7Y	8Y	10Y
TCB	LSTC+1,22% 3.000	8,4% → 8,9% 21.500				
MBB		8,3% 3.000		8% 1.700		LSTC+2,3% 5.000
BID			LSTC+2,1% 1.400	LSTC+1,6% → LSTC+1,8% 3.000	LSTC+1,65% → LSTC+1,85% 3.000	LSTC+1,65% → LSTC+1,9% 2.000
OCB	8% → 8,6% 3.000	8,5% → 8,7% 5.900				
BAB	8,4% → 8,6% 5.000	8,6% 2.000				
HDB				LSTC+2,7% 100	LSTC+2,5% 2.282	LSTC+2,5% → LSTC+2,7% 2.912,4
MSB		8,4% → 8,45% 5.000				

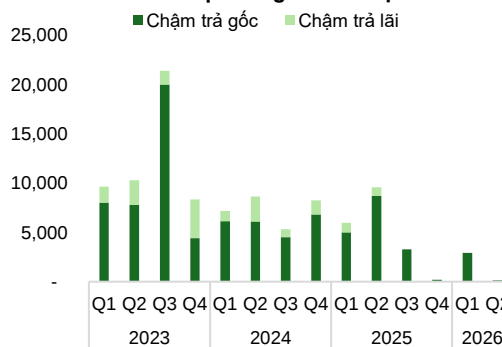
Tình hình chậm trả cải thiện rõ rệt

- Số lượng trái phiếu phát sinh vấn đề mới trong H1.2026 giảm đáng kể so với cùng kỳ.
- Từ đầu năm đến nay, thị trường chỉ ghi nhận ba mã trái phiếu phát sinh chậm thanh toán mới, gồm THHGH1730001, TDGH2326001 và RESCH2426001. Đặc biệt, giá trị chậm trả phát sinh mới giảm 55,4%, cho thấy dòng tiền của doanh nghiệp phát hành và khả năng thu xếp nguồn thực hiện nghĩa vụ nợ đã có sự cải thiện.
- Dù vậy, chúng tôi cũng lưu ý rằng mặt bằng lãi suất dự báo duy trì ở ngưỡng cao có thể gây áp lực nhất định lên dòng tiền và khả năng thu xếp nguồn trả nợ, đặc biệt đối với các trái phiếu thả nổi.

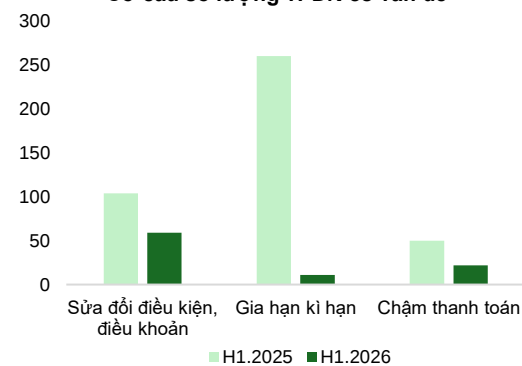
Hoạt động mua lại tiếp tục sôi động

- Hoạt động mua lại trước hạn tiếp tục diễn ra sôi động, tăng 14,4% so với cùng kỳ và tập trung chủ yếu ở nhóm ngân hàng, phản ánh xu hướng chủ động cơ cấu nguồn vốn, giảm áp lực đáo hạn, tối ưu chi phí trong môi trường lãi suất cao và nâng hiệu quả sử dụng vốn cấp 2, qua đó hỗ trợ quản trị an toàn vốn.
- Lãi suất dự kiến duy trì ở mức cao có thể hạn chế động lực mua lại trước hạn, song VCBS cho rằng áp lực đáo hạn đổ dồn về 2 quý cuối năm vẫn sẽ thúc đẩy các doanh nghiệp có dòng tiền tốt chủ động cơ cấu nợ.

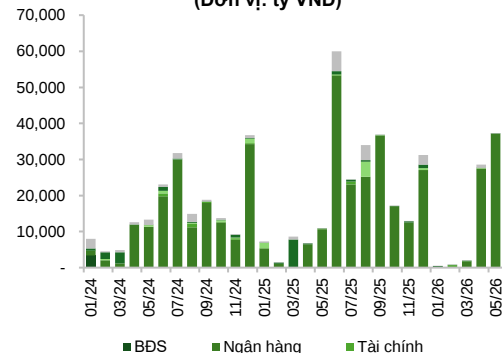
Tình hình chậm trả gốc lãi trái phiếu



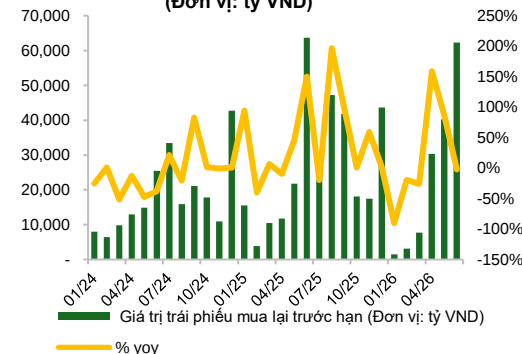
Cơ cấu số lượng TPDN có vấn đề



Giá trị TP mua lại trước hạn theo ngành (Đơn vị: tỷ VND)



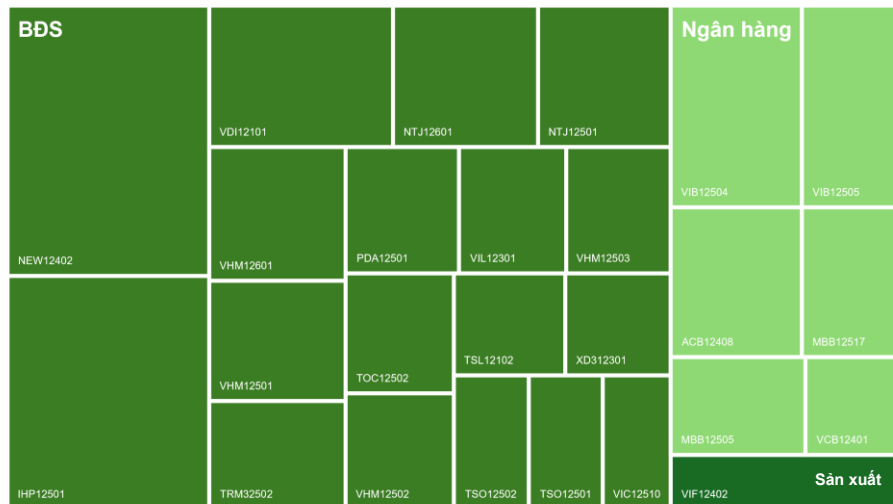
Giá trị trái phiếu mua lại trước hạn (Đơn vị: tỷ VND)



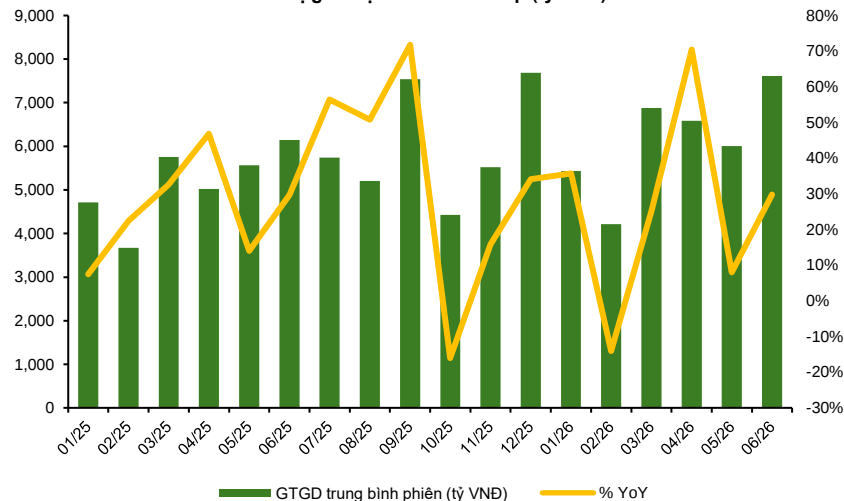
Thanh khoản trên thị trường thứ cấp tiếp tục hoạt động sôi nổi

- Tính riêng tháng 6, giá trị giao dịch bình quân đạt 7.616,19 tỷ đồng/phiên (+26,8% MoM). Lũy kế 6 tháng đầu năm, tổng giá trị giao dịch phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đạt 167.556 tỷ đồng (+29,8% YoY).
- Thanh khoản thị trường vẫn có sự phân hóa lớn, tập trung chủ yếu ở nhóm ngành bất động sản và ngân hàng. Đáng chú ý, nhóm BĐS ghi nhận giao dịch nổi bật tại các trái phiếu của CTCP Đầu tư và Phát triển NEWCO, Hưng Phát Invest Hà Nội, Việt Đức, Thời Đại Mới T&T, Vinhomes.

Top 25 mã TPĐN có GTGD nhiều nhất H1.2026



Giá trị giao dịch TPRL thứ cấp (tỷ VNĐ)



MỤC LỤC



01

DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG

- Hoạt động phát hành trong H1 trầm lắng.
- Thị trường thứ cấp tiếp tục giao dịch sôi động.

02

TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG

- LSHĐ duy trì ở vùng cao, lợi suất phát hành TPDN khó giảm.
- Sau loạt điều chỉnh pháp lý trong giai đoạn 2024–2025, xu hướng minh bạch hóa trên thị trường TPDN đã trở nên rõ nét hơn.
- Thị trường TPDN đang tiếp tục củng cố vai trò là kênh huy động vốn trung – dài hạn quan trọng của doanh nghiệp.
- Dự báo hoạt động phát hành TPDN dự kiến tiếp tục tăng tốc trong H2.2026, song vẫn có sự phân hóa.
- Cầu TPDN kỳ vọng phục hồi.

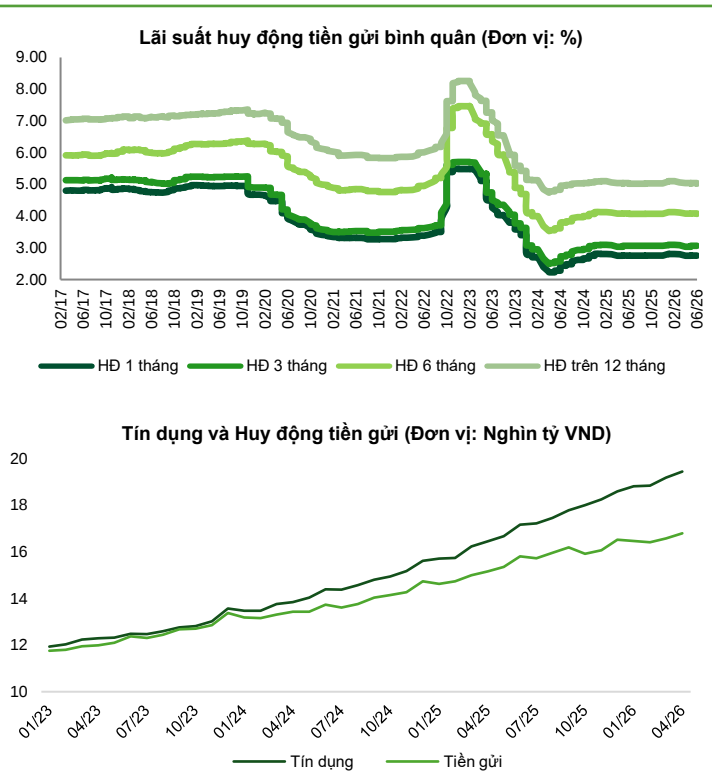
Tính từ đầu năm đến nay, lãi suất huy động tăng đồng loạt, chủ yếu tại các kì hạn trung – dài hạn

VCBS kỳ vọng mặt bằng LSHĐ sẽ duy trì đi ngang quanh vùng hiện tại trong thời gian tới

- Một số yếu tố hỗ trợ bao gồm:** Định hướng điều hành của NHNN kiên định trong việc ổn định mặt bằng lãi suất và hỗ trợ tăng trưởng: (i) NHNN kiểm tra sát sao diễn biến LSHĐ thực tế; (ii) Việc nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung – dài hạn từ 30% lên 40% cho phép các ngân hàng sử dụng linh hoạt hơn nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho vay trung – dài hạn, qua đó giảm bớt áp lực huy động vốn kì hạn ngắn.
- Mặc dù vậy, áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất vẫn còn lớn** khi chênh lệch tín dụng – huy động vẫn ở mức cao, trong khi nhu cầu vốn trung – dài hạn của nền kinh tế còn lớn, khiến các ngân hàng vẫn cần duy trì mức lãi suất đủ hấp dẫn để thu hút tiền gửi, đặc biệt tại các kỳ hạn dài nhằm đảm bảo nguồn vốn và kiểm soát rủi ro thanh khoản.
- Rủi ro cần lưu ý:** Rủi ro giá dầu bật tăng mạnh nếu xung đột địa chính trị có thể tạo áp lực lên lạm phát và tỷ giá, và phần nào thu hẹp không gian điều hành của NHNN.

Lợi suất TPDN dự kiến tăng nhẹ trên nền cao

- LSHĐ dự kiến đi ngang ở vùng cao, khiến lãi suất tham chiếu của trái phiếu thả nổi khó giảm. Trong khi đó, khoảng 52,44% giá trị TPDN đang lưu hành áp dụng cơ chế lãi suất thả nổi hoặc kết hợp, nên biến động lãi suất thị trường được truyền dẫn khá trực tiếp vào coupon và chi phí vốn của doanh nghiệp.
- Nhu cầu vốn và huy động mới dự kiến sẽ gia tăng trong H2, đặc biệt khi lượng trái phiếu đáo hạn đổ dồn vào quý cuối năm.

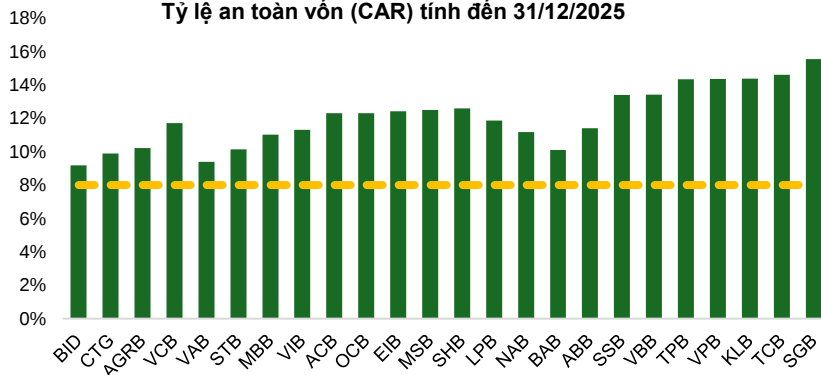


Kỳ vọng trái phiếu ngân hàng sẽ phục hồi trở lại so với H1.2026

Nhu cầu phát hành vẫn cao, song thận trọng hơn

- VCBS kỳ vọng hoạt động phát hành trái phiếu ngân hàng sẽ phục hồi trong H2.2026:
 - (i) Áp lực cân đối nguồn vốn và thanh khoản khi tín dụng tăng nhanh hơn huy động;
 - (ii) Nhu cầu bổ sung nguồn vốn trung – dài hạn nhằm đáp ứng tín dụng dự án và kéo dài kỳ hạn nguồn vốn;
 - (iii) Yêu cầu củng cố vốn cấp 2 và CAR, đặc biệt tại nhóm NHTM quốc doanh khi mặt bằng bình quân CAR của nhóm này chỉ quanh 10%, chưa có sự cải thiện đáng kể.
- Tuy nhiên, khoảng chênh lệch lãi suất cho vay và lợi suất phát hành trái phiếu ngân hàng ngày càng thu hẹp khiến các ngân hàng sẽ thận trọng hơn về quy mô và thời điểm phát hành, dù nhu cầu bổ sung vốn trung – dài hạn và vốn cấp 2 vẫn duy trì cao.

Tỷ lệ an toàn vốn (CAR) tính đến 31/12/2025



MỘT SỐ KẾ HOẠCH PHÁT HÀNH DỰ KIẾN NỘI BẬT TRONG H2.2026

Nhóm NH	Ngân hàng	Hình thức phát hành	Loại TP	Kỳ hạn	Quy mô phát hành tối đa/còn lại (tỷ đồng)	Thời gian dự kiến phát hành
Quốc doanh	AGR	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	10Y	15.000	Đăng ký mua từ 10–31/7/2026
Quốc doanh	CTG	PHRL	Tăng vốn cấp 2	>6Y	7.000	T5-T11/2026
Quốc doanh	BID	PHRL	Thông thường	2-5Y	20.000	Q2-Q4/2026
Quốc doanh	BID	PHRL	Tăng vốn cấp 2	>5Y	21.000	Q2-Q4/2026
Quốc doanh	BID	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	7-10Y	9.000	Đợt 2: Q2–Q3/2026 Đợt 3: Q4/2026–Q1/2027
Quốc doanh	VCB	PHRL	Tăng vốn cấp 2	>5Y	10.000	2026
Quốc doanh	VCB	PHRL	Thông thường	>4Y	10.000	2026
Tư nhân	HDB	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	7-8Y	5.000	Đợt 2: Q2-Q4/2026
Tư nhân	SHB	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	7Y	5.000	Đợt 2: Q2-Q4/2026 Đợt 3: Q4-Q1/2027
Tư nhân	LPB	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	7-10Y	2.500	Q3-Q4/2026
Tư nhân	VAB	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	7Y	1.200	Q3/2026-Q1/2027
Tư nhân	KLB	PHRCC	Tăng vốn cấp 2	7Y	1.000	Đợt 3: Q2-Q3/2026
Tư nhân	VBB	PHRL	Tăng vốn cấp 2	7Y	500	H2/2026

Thị trường trái phiếu BĐS sẽ ngày càng khởi sắc

Quy mô phát hành tăng gần 2 lần so với cùng kỳ năm trước

- Quy mô phát hành BĐS trong H1.2026 tăng 71% svck.
- Lợi suất phát hành nhích tăng nhẹ, nhưng vẫn duy trì ở mức cao, phổ biến quanh 10-12,5%/năm.

Nguồn cung BĐS kì vọng sẽ dồi dào trong thời gian tới

- Nguồn cung dự án BĐS trong H2.2026 dự kiến tiếp tục duy trì ở mức cao, tập trung các vùng ven TP.HCM. Xu hướng dịch chuyển nguồn cung ra vùng ven được hỗ trợ bởi quỹ đất lớn hơn, mặt bằng giá phù hợp hơn và khả năng kết nối với các trung tâm kinh tế ngày càng cải thiện.
- Đặc biệt, chủ trương đẩy mạnh đầu tư công nhằm phát triển hạ tầng kết nối và hỗ trợ mục tiêu tăng trưởng cao, thông qua các dự án vành đai, quốc lộ, và các tuyến cao tốc liên vùng, được kỳ vọng mở rộng cơ hội khai thác quỹ đất và thúc đẩy triển khai các dự án tại khu vực vùng ven trong thời gian tới.
- Việc tiếp tục triển khai Nghị quyết 33/NQ-CP, cùng với quá trình hoàn thiện khung pháp lý về đất đai, nhà ở và kinh doanh bất động sản, được kỳ vọng tháo gỡ các vướng mắc về quy hoạch, nghĩa vụ tài chính và thủ tục đầu tư, tạo điều kiện tái khởi động các dự án tồn đọng và cải thiện nguồn cung trong thời gian tới.

Kỳ vọng thị trường trái phiếu bất động sản sẽ tăng mạnh trong thời gian tới

- Theo đó, nhu cầu vốn sắp tới dự kiến tiếp tục gia tăng phục vụ các dự án mới. Trong khi đó khả năng tiếp cận vốn thông qua tín dụng ngân hàng của ngành BĐS được kiểm soát chặt chẽ và phân bổ có chọn lọc và hợp lý, theo đó, trái phiếu doanh nghiệp sẽ tiếp tục là kênh huy động vốn trung và dài hạn quan trọng của ngành.
- Cần lưu ý, các yêu cầu cao hơn về minh bạch, quản lý dòng tiền và mục đích sử dụng vốn theo Nghị định 200/2026/NĐ-CP sẽ khiến nguồn cung phát hành phân hóa mạnh, tập trung ở các doanh nghiệp có năng lực tài chính và chất lượng dự án tốt.

Khối lượng (tỷ VNĐ) và Lãi suất phát hành (%) của một số BĐS nổi bật H1.2026

	1Y	2Y	2.5Y	3Y	3.2Y	4Y	5Y	10Y
CTCP Vinhomes			12,5%	12,5%	12,5%			
			6.000	12.000	3.000			
CTCP Tập Đoàn Vingroup							5,5%	
							350M USD	
CTCP TNHH Đầu tư Marina Center								LSTC+3%
								10.195,5
CTCP Đầu tư xây dựng Thái Sơn				12,5%				
				8.000				
CTCP Thời đại mới T&T						10,5%		
						8.000		
CTCP Đầu tư và phát triển BĐS Minh An	10%		10,5%					
	1.300		6.200					
CTCP Thương mại XNK Tam Tài Lộc	10%							
	5.700							
CT TNHH Đầu tư và Phát triển BĐS Phát Đạt	11%	11%						
	3.600	2.000						
CTCP Đô thị du lịch Cần Giờ				12,5%				
				2.500				
CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land								13,5%
								190

Kỳ vọng giải ngân đầu tư công sẽ tích cực tăng tốc trong H2.2026

- VCBS cho rằng đây là thời điểm thuận lợi để đẩy mạnh giải ngân đầu tư công, qua đó hỗ trợ tăng trưởng ngắn hạn và nâng cao năng lực hạ tầng trong trung – dài hạn.
- Theo đó, **giải ngân đầu tư công H2.2026 được kỳ vọng tăng tốc nhờ:** (i) áp lực hoàn thành mục tiêu tăng trưởng cao và chỉ đạo điều hành quyết liệt hơn từ Chính phủ; (ii) quy mô kế hoạch vốn lớn, với vốn đầu tư công năm 2026 hơn 1.013 nghìn tỷ đồng và kế hoạch trung hạn 2026–2030 lên tới 8,22 triệu tỷ đồng, nhiều dự án trọng điểm bước vào giai đoạn cao điểm; và (iii) Nhu cầu hoàn thiện hạ tầng chiến lược còn lớn, trong khi áp lực già hóa dân số tạo động lực để Việt Nam tranh thủ giai đoạn hiện nay đẩy mạnh đầu tư vào cao tốc, vành đai, sân bay, cảng biển và hạ tầng đô thị.

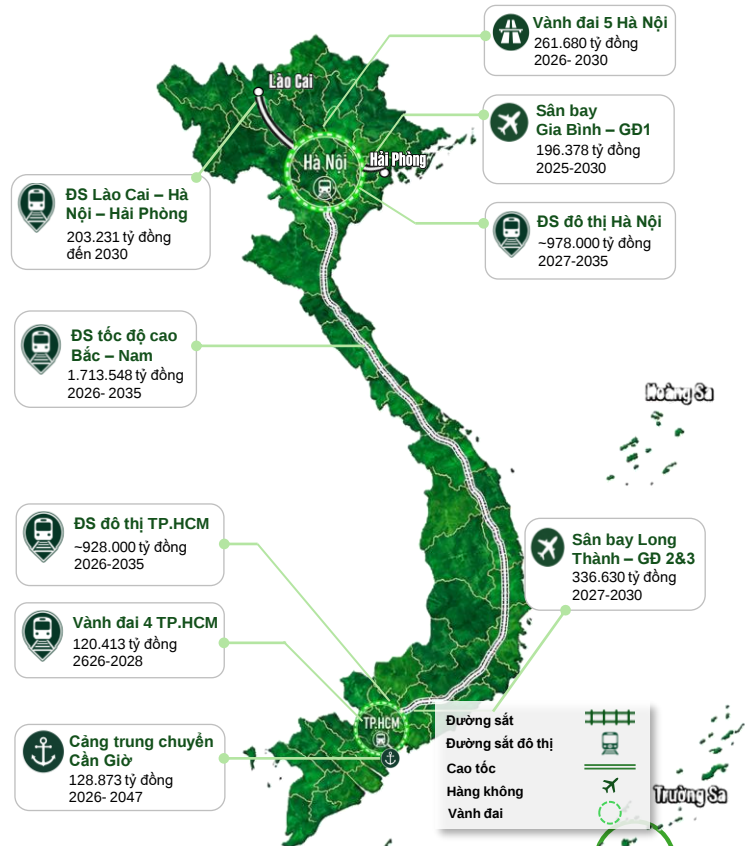
Hành lang pháp lý cho trái phiếu hạ tầng/PPP từng bước được khơi thông

- Dự thảo Nghị định riêng về chào bán trái phiếu ra công chúng của doanh nghiệp dự án PPP được kỳ vọng giúp nhóm doanh nghiệp dự án tiếp cận rộng hơn tới nhà đầu tư công chúng, mở thêm kênh vốn trung – dài hạn cho các dự án:
 - Cơ chế phát hành được thiết kế phù hợp hơn với đặc thù tài trợ dự án hạ tầng**, khi không đặt nặng điều kiện về thời gian hoạt động tối thiểu và lịch sử kết quả kinh doanh, nhưng yêu cầu DN phải có hợp đồng PPP đã ký, sử dụng vốn đúng mục đích và kiểm soát tổng mức vốn vay theo phương án tài chính dự án.
 - Các lớp bảo vệ nhà đầu tư được tăng cường** thông qua yêu cầu bảo đảm thanh toán gốc/lãi trái phiếu, xếp hạng tín nhiệm và đại diện người sở hữu trái phiếu.

Triển vọng TPDN nhóm xây dựng hạ tầng tích cực

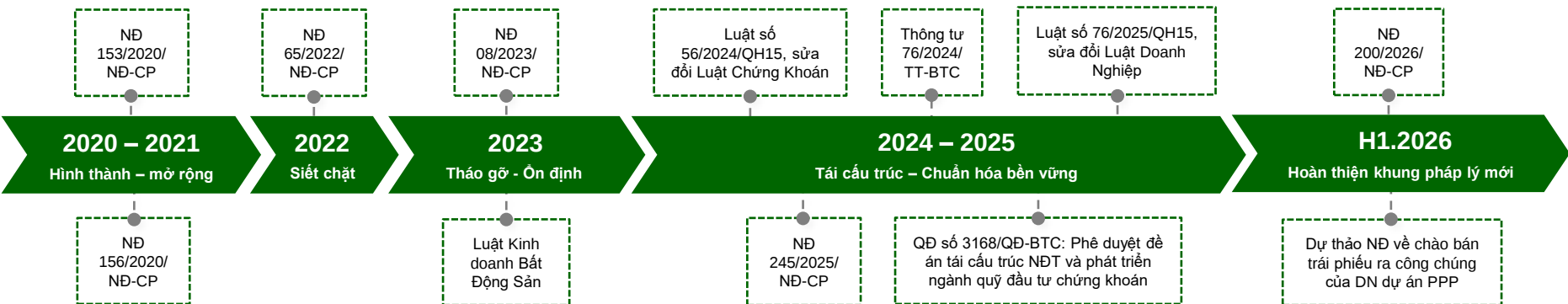
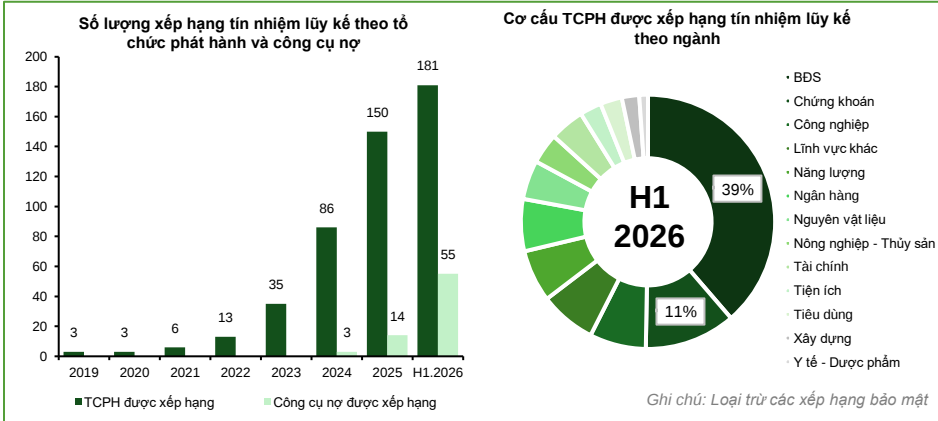
- Hiện nay quy mô phát hành TPDN nhóm xây dựng hạ tầng vẫn chiếm tỷ trọng tương đối nhỏ do đặc thù các dự án có tổng mức đầu tư lớn, vòng đời dài, thời gian hoàn vốn chậm và cơ chế pháp lý riêng vẫn chưa rõ ràng. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng **nhu cầu phát hành TPDN của nhóm doanh nghiệp xây dựng – hạ tầng sẽ gia tăng trong giai đoạn tới** khi nhiều dự án trọng điểm đang bước vào giai đoạn triển khai cao điểm, yêu cầu cho quy mô vốn trung – dài hạn rất cao.
- Đặc biệt, các dự án PPP có mức độ phụ thuộc cao vào vốn vay và yêu cầu kỳ hạn vốn dài, trong khi tín dụng ngân hàng khó đáp ứng đầy đủ cả về quy mô lẫn kỳ hạn do hiện đang chịu sức ép từ căng thẳng thanh khoản hệ thống, yêu cầu kiểm soát rủi ro kỳ hạn cũng như giới hạn an toàn vốn. Theo đó, TPDN có thể trở thành **kênh huy động vốn quan trọng** cho các dự án hạ tầng trong chu kỳ đầu tư mới.
- Nhu cầu đầu tư vào TPDN hạ tầng cũng được kỳ vọng cải thiện nhờ tính minh bạch cao hơn và niềm tin thị trường tích cực hơn nhờ hành lang pháp lý đang dần được tháo gỡ.

Các dự án đầu tư công trọng điểm giai đoạn 2026 – 2030



Sau loạt điều chỉnh pháp lý trong giai đoạn 2024–2025, xu hướng minh bạch hóa trên thị trường TPDN đã trở nên rõ nét hơn.

- Tính đến H1.2026, số lượng tổ chức phát hành được xếp hạng **tăng lên 181 tổ chức**; trong khi số lượng công cụ nợ được xếp hạng **tăng gần gấp 4 lần** so với cuối năm 2025. Diễn biến này cho thấy vai trò của xếp hạng tín nhiệm đang được mở rộng trong quá trình minh bạch hóa thị trường, không chỉ ở cấp độ đánh giá năng lực tổ chức phát hành mà còn cụ thể hơn ở cấp độ đánh giá rủi ro riêng của từng trái phiếu.
- VCBS cho rằng, trong thời gian tới, bộ máy quản lý mới sẽ hành động quyết liệt hơn trong việc hoàn thiện và thực thi khung pháp lý đối với thị trường TPDN.** Định hướng này đặt trong bối cảnh Nhà nước đang đẩy mạnh tái cấu trúc thị trường tài chính, giảm phụ thuộc vào tín dụng ngân hàng và phát triển TPDN thành kênh huy động vốn trung – dài hạn hiệu quả hơn.
- Do thị trường vẫn còn nhiều điểm nghẽn về minh bạch thông tin, chất lượng TCPH, TSBD và bảo vệ nhà đầu tư cá nhân, **các chính sách sắp tới nhiều khả năng sẽ tiếp tục siết chặt tiêu chuẩn tiếp cận thị trường và nâng cao trách nhiệm doanh nghiệp phát hành.**



VCBS cho rằng Nghị định 200/2026/NĐ-CP (có hiệu lực từ 05/06/2026) không tạo ra thay đổi mang tính đột phá lớn về nguyên tắc phát hành chung, tuy nhiên nghị định là bước hoàn thiện cô đọng quan trọng đối với khung pháp lý TPDN riêng lẻ, cho thấy định hướng quản lý **ngày càng siết chặt hơn** cơ chế kiểm soát toàn bộ vòng đời trái phiếu, bao gồm cả giai đoạn sau phát hành, minh bạch hóa mục đích sử dụng vốn, nâng cao trách nhiệm của tổ chức phát hành, và tăng cường bảo vệ quyền của trái chủ.

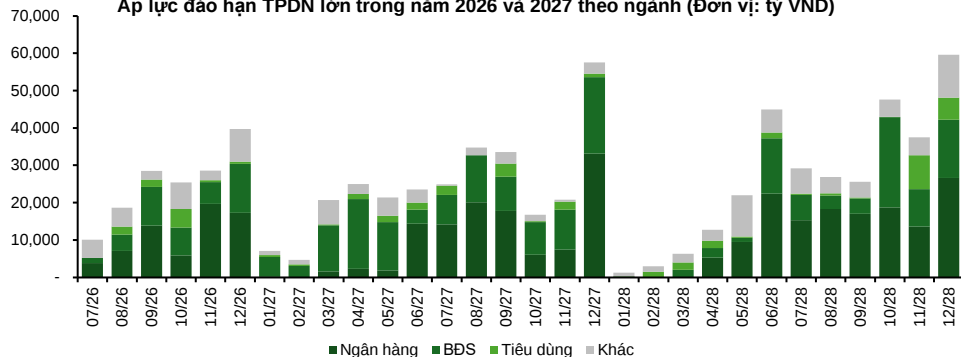
Nội dung	Nghị định 200/2026/NĐ-CP	Tác động
 Siết quản lý mục đích phát hành và dòng tiền sau phát hành	- Phát hành trái phiếu để thực hiện dự án đầu tư, cơ cấu lại nợ của chính DN hoặc mục đích hợp pháp khác. - Mục đích phát hành phải được nêu cụ thể tại phương án phát hành và công bố rõ cho nhà đầu tư. - Nguồn vốn thu được phải theo dõi riêng, bảo đảm sử dụng đúng mục đích đã công bố.	- Tăng khả năng kiểm soát mục đích sử dụng vốn. - Hạn chế tình trạng sử dụng vốn sai mục đích hoặc luân chuyển vốn vào các hoạt động rủi ro, thiếu minh bạch giữa các pháp nhân liên quan.
 Tăng bảo vệ trái chủ khi thay đổi điều kiện, điều khoản trái phiếu	- Tiếp tục duy trì ngưỡng chấp thuận 65% tổng số trái phiếu cùng loại đang lưu hành. - Nếu xử lý vi phạm không đạt đồng thuận theo quy định, DN phải mua lại trước hạn trong các trường hợp bắt buộc	- Tăng cường cơ chế bảo vệ nhóm trái chủ. - Hạn chế DN đơn phương điều chỉnh kỳ hạn, lãi suất, mục đích sử dụng vốn hoặc điều kiện thanh toán theo hướng bất lợi cho nhà đầu tư.
 Chuẩn hóa điều kiện nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp	- Chuẩn hóa tiêu chí xác định nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp: danh mục chứng khoán niêm yết/đăng ký giao dịch tối thiểu 2 tỷ đồng, tính theo giá trị thị trường bình quân trong 180 ngày liền kề, không bao gồm margin và giao dịch mua bán lại. - Giới hạn phạm vi tham gia của cá nhân vào các trái phiếu có chất lượng an toàn hơn: có xếp hạng tín nhiệm kèm tài sản bảo đảm hoặc bảo lãnh thanh toán của tổ chức tín dụng. - Không được bán lại/cùng góp vốn/thỏa thuận đầu tư trái phiếu với nhà đầu tư không đủ điều kiện.	- Tăng tính sàng lọc rủi ro trên thị trường, hạn chế dòng vốn cá nhân chảy vào cá trái phiếu rủi ro cao. - Nâng chuẩn phát hành, buộc doanh nghiệp minh bạch tài chính, cải thiện tài sản bảo đảm và chủ động xếp hạng tín nhiệm.
 Kiểm soát tài sản bảo đảm và đòn bẩy tài chính của DN phát hành	- Phải công bố rõ thông tin về tài sản bảo đảm (loại tài sản, giá trị, tình trạng pháp lý, đăng ký biện pháp bảo đảm và thứ tự thanh toán khi xử lý tài sản). - Tài sản bảo đảm/bảo lãnh thanh toán phải bảo đảm thanh toán toàn bộ gốc trái phiếu. - Không được dùng cổ phần, cổ phiếu, trái phiếu hoặc phần vốn góp của chính doanh nghiệp phát hành làm tài sản bảo đảm. - Kiểm soát đòn bẩy tài chính: DN không phải công ty đại chúng, công ty chứng khoán, công ty quản lý quỹ phải bảo đảm nợ phải trả sau phát hành không vượt quá 05 lần vốn chủ sở hữu.	- Giảm rủi ro tài sản bảo đảm kém chất lượng hoặc phụ thuộc vào chính doanh nghiệp phát hành. - Hạn chế DN đòn bẩy cao tiếp tục huy động trái phiếu quá mức. - Nâng chất lượng TCPH và củng cố niềm tin trái chủ.

Nghĩa vụ nợ dồn mạnh trong giai đoạn 2026 – 2028

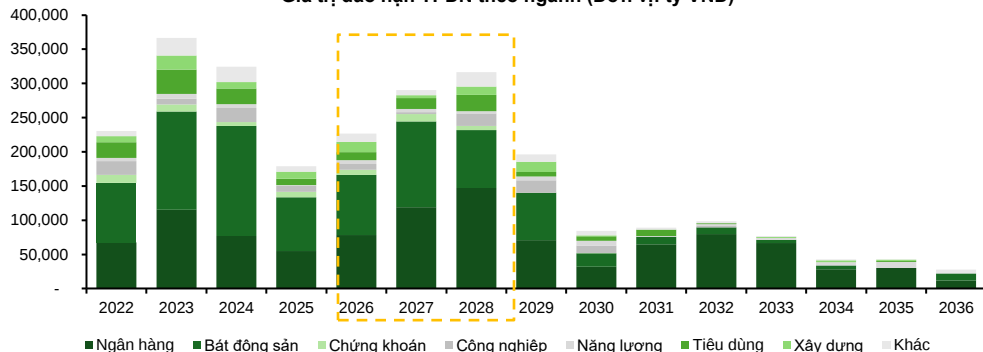
Áp lực đáo hạn trong H2.2026 vẫn đáng lưu ý

- Áp lực đáo hạn trong H2.2026 vẫn đáng lưu ý, không chỉ từ lượng trái phiếu đến hạn theo kế hoạch mà còn từ các lô có vấn đề đáo hạn năm 2024 đã được gia hạn tối đa 2 năm theo Nghị định 08/2023/NĐ-CP và sẽ đến hạn trở lại trong năm 2026.
- Việc gia hạn theo Nghị định 08/2023/NĐ-CP đã hỗ trợ doanh nghiệp kéo giãn nghĩa vụ nợ và có thêm thời gian chuẩn bị nguồn vốn; tuy nhiên, do nghĩa vụ thanh toán chủ yếu được dịch chuyển sang các kỳ sau thay vì xử lý dứt điểm, áp lực đáo hạn có xu hướng tái tích tụ trong những năm tiếp theo.
- Hoạt động mua lại kì vọng tiếp tục diễn ra sôi động, đặc biệt ở nhóm ngân hàng, là tín hiệu tích cực góp phần hạ bớt áp lực đáo hạn trong các kì tiếp theo.
- Áp lực đáo hạn lớn nhất đến từ nhóm bất động sản, trong khi đó khả năng xử lý nợ của nhóm ngành này sẽ phân hóa mạnh. Các doanh nghiệp có dự án pháp lý hoàn thiện, dòng tiền bán hàng tích cực và khả năng tiếp cận vốn mới có điều kiện mua lại hoặc thanh toán đúng hạn; trong khi nhóm tài chính yếu vẫn có thể phải tiếp tục sử dụng các biện pháp hỗ trợ khác như đàm phán gia hạn, hoán đổi tài sản hoặc chấp nhận phát hành mới với lãi suất cao hơn.

Áp lực đáo hạn TPDN lớn trong năm 2026 và 2027 theo ngành (Đơn vị: tỷ VND)



Giá trị đáo hạn TPDN theo ngành (Đơn vị: tỷ VND)



Nguồn cung H2.2026 tăng tốc, cầu đầu tư kỳ vọng cải thiện

Dư địa tăng trưởng vẫn còn rất lớn

- Theo ước tính, quy mô dư nợ thị trường TPDN H1.2026 đạt khoảng 1.435.040 tỷ đồng (+8% yoy), tương đương khoảng 11% GDP, cho thấy quá trình phục hồi dần của thị trường và thị trường TPDN đang tiếp tục củng cố vai trò là kênh huy động vốn trung – dài hạn quan trọng của doanh nghiệp trong bối cảnh tín dụng ngân hàng khó đáp ứng đầy đủ nhu cầu vốn ngày càng lớn của nền kinh tế.

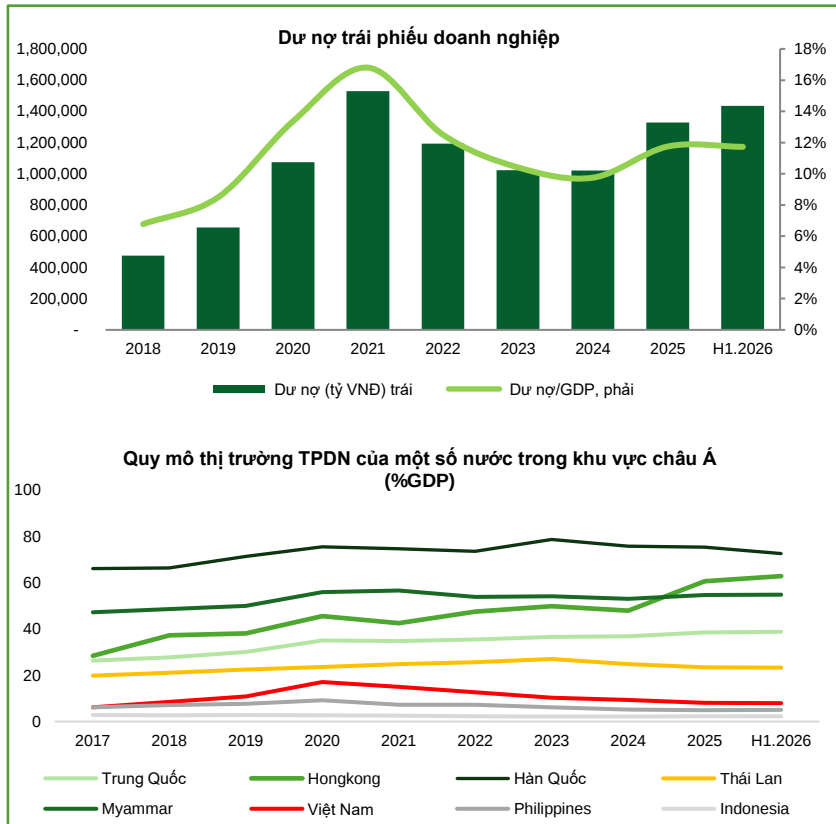
Dự báo hoạt động phát hành TPDN dự kiến tiếp tục tăng tốc trong H2.2026, song vẫn có sự phân hóa.

Nguồn cung dẫn dắt chủ yếu bởi các nhóm chính:

- Ngân hàng:** tiếp tục giữ vai trò chủ đạo do nhu cầu bổ sung vốn trung và dài hạn, cân đối chênh lệch giữa tăng trưởng tín dụng và huy động, đồng thời củng cố vốn cấp 2 và các tỷ lệ an toàn vốn.
- Bất động sản:** nhu cầu vốn lớn để triển khai dự án mới, hoàn thiện dự án đang xây dựng và cơ cấu nghĩa vụ nợ sẽ thúc đẩy phát hành. Tuy nhiên, nguồn cung sẽ tập trung nhiều hơn ở doanh nghiệp có nền tảng tài chính tốt, quỹ đất sạch, pháp lý hoàn thiện và khả năng tạo dòng tiền rõ ràng.
- Hạ tầng, tiện ích và logistics:** có thể đóng góp nhiều hơn nhờ nhu cầu vốn phát sinh từ làn sóng đầu tư công và phát triển hạ tầng kết nối.

Cầu TPDN kỳ vọng phục hồi

- Số lượng tổ chức phát hành và công cụ nợ được xếp hạng tín nhiệm ngày càng gia tăng, trong khi hành lang pháp lý thị trường TPDN từng bước được chuẩn hóa theo hướng nâng cao minh bạch và bảo vệ nhà đầu tư. Những yếu tố này giúp giảm bất cân xứng thông tin, hỗ trợ nhà đầu tư đánh giá và định giá rủi ro tốt hơn, qua đó góp phần củng cố niềm tin và thúc đẩy dòng vốn quay trở lại thị trường..



Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS.

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Kinh tế trưởng

dklinh@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Minh Trang

Chuyên viên Phân tích

ntmtrang@vcbs.com.vn