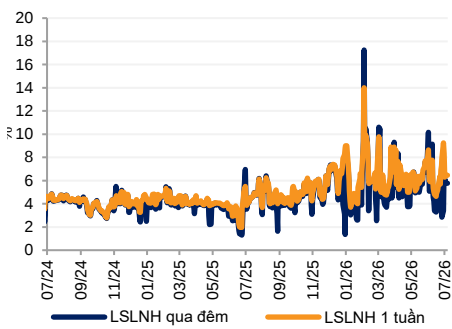


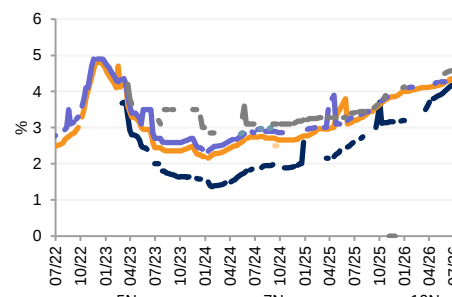
Báo cáo Tiền tệ - Trái phiếu

Hình 1: Lãi suất liên ngân hàng



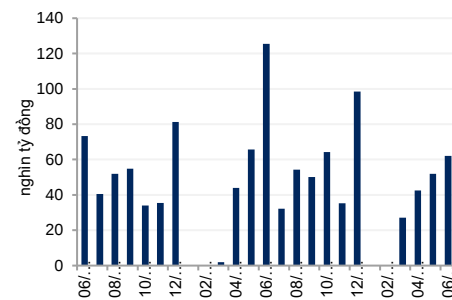
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Lợi suất trúng thầu TPCP



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Giá trị phát hành TPDNRL theo tháng



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Lạm phát hạ nhiệt mờ ra dư địa cho chính sách tiền tệ

Điểm nhấn vĩ mô

- Nền kinh tế tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong quý 2** bất chấp môi trường bên ngoài nhiều thách thức. GDP Q2/26 tăng 8,39% svck, khu vực công nghiệp - xây dựng tiếp tục là động lực chính. Áp lực lạm phát đã dịu bớt trong tháng 6 khi CPI giảm 0,39% svtt do giá xăng dầu trong nước giảm, kéo CPI theo năm xuống 4,69%. Nhập siêu tháng 6 thu hẹp còn 2,6 tỷ USD (tháng 5: 5 tỷ USD), nhờ xuất khẩu bứt tốc do bắt đầu bước vào giai đoạn cao điểm xuất khẩu giữa năm, trong khi nhu cầu nhập khẩu vẫn mạnh mẽ. FDI duy trì đà tăng mạnh với 34,6 tỷ USD vốn đăng ký, trong khi thu NSNN đạt hơn 67,7% dự toán năm, tạo dư địa cho chính sách tài khóa. Tuy nhiên, vốn đầu tư thực hiện từ nguồn NSNN lũy kế 6T26 mới đạt 31,2% kế hoạch năm; vốn giải ngân theo số liệu tính đến 30/6 của Bộ Tài chính mới đạt 35,5% kế hoạch Thủ tướng giao.

Thị trường tiền tệ

- Tỷ giá trong nước duy trì ổn định trong bối cảnh thế giới nhiều biến động.** Tính đến đầu tháng 7/2026, tỷ giá trung tâm ở mức 25.202 VND/USD (+81 đồng từ đầu năm) và VND mất giá khoảng 0,1% so với USD từ đầu năm.
- Lãi suất liên ngân hàng (LNH) biến động trở lại trong cuối quý 2.** Trong tháng 6, lãi suất qua đêm từng tăng lên 10,1%, sau đó giảm về ~6% vào đầu tháng 7. Tính chung Q2/26, bình quân LSLNH giảm 9 - 53 điểm cơ bản so với quý trước.
- Lãi suất huy động (LSHĐ) niêm yết 12 tháng bình quân toàn thị trường** ở mức 5,90% tại cuối quý 2 (-3 điểm cơ bản sv cuối tháng trước, +56 điểm cơ bản sv cuối 2025), trong khi LSHĐ theo chương trình ưu đãi vẫn ở mức cao, dao động 8,5 - 9,0%/năm tại một số NHTM tư nhân.
- Chênh lệch tăng trưởng huy động và tín dụng nói rộng lên 2,4 điểm %**, trong đó tăng trưởng tín dụng đạt 7,41% và huy động đạt 5,02% tính đến cuối tháng 6. **Cuối quý 2, NHNN đã phát đi các tín hiệu “cởi nới” dư địa tín dụng nhằm hỗ trợ tăng trưởng**, bao gồm nâng trần tỷ lệ SMLR từ 30% lên 40%, loại trừ một số khoản vay dự án trọng điểm khỏi hạn mức tín dụng và định hướng mở rộng nguồn tiền gửi Kho bạc Nhà nước (KBNN) tại NHTM, đồng thời tiếp tục sử dụng linh hoạt OMO và hoán đổi ngoại tệ để ổn định thanh khoản.
- Lạm phát hạ nhiệt và áp lực tỷ giá dịu bớt mờ ra dư địa để NHNN chuyển trọng tâm sang hỗ trợ tăng trưởng**, dù kỳ vọng giảm lãi suất thực chất phụ thuộc vào phối hợp nhịp nhàng chính sách tiền tệ và tài khóa, đặc biệt là tiến độ giải ngân đầu tư công. Chúng tôi kỳ vọng mặt bằng LSHĐ thực tế hạ nhiệt nhẹ từ Q4/26, khi thanh khoản hệ thống được cải thiện nhờ tiến độ giải ngân đầu tư công được đẩy nhanh, cùng với thanh khoản được cải thiện rõ nét hơn.

Trái phiếu Chính phủ

- Giá trị trúng thầu phát hành TPCP quý 2 tăng trở lại**, đạt 102,4 nghìn tỷ đồng (+28% sv quý trước, +13% svck), với lãi suất trúng thầu tăng 10 - 40 điểm cơ bản ở các kỳ hạn. Lũy kế 6T26, KBNN phát hành 181,2 nghìn tỷ đồng TPCP (-10% svck), tương đương 36,5% kế hoạch cả năm.
- Chúng tôi kỳ vọng lãi suất trúng thầu sẽ tiếp tục tăng khoảng 10 - 30 điểm cơ bản trong quý tới**, do áp lực phát hành lớn dồn vào nửa cuối năm để bù đắp phần kế hoạch còn thiếu, cùng với mặt bằng LSHĐ và LNH vẫn duy trì cao.

Trái phiếu doanh nghiệp

- Trong Q2/26, tổng giá trị phát hành TPDNRL đạt 156,5 nghìn tỷ đồng (5,7x sv quý trước), dẫn dắt bởi nhóm Ngân hàng đạt 76,7 nghìn tỷ đồng và Bất động sản đạt 72,6 nghìn tỷ đồng. Lũy kế 6T26 đạt 184 nghìn tỷ đồng (-22% svck).
- Trong tháng 6, lãi suất phát hành TPDNRL bình quân ghi nhận ở mức 11,7% đối với lĩnh vực BĐS và đi ngang ở mức 8,4% đối với lĩnh vực ngân hàng, phản ánh áp lực chi phí vốn vẫn ở mức cao dù đã hạ nhiệt nhẹ ở nhóm BĐS.

Chuyên viên Phân tích

Phạm An Vy

vy.phaman@vndirect.com.vn

Điểm nhấn vĩ mô

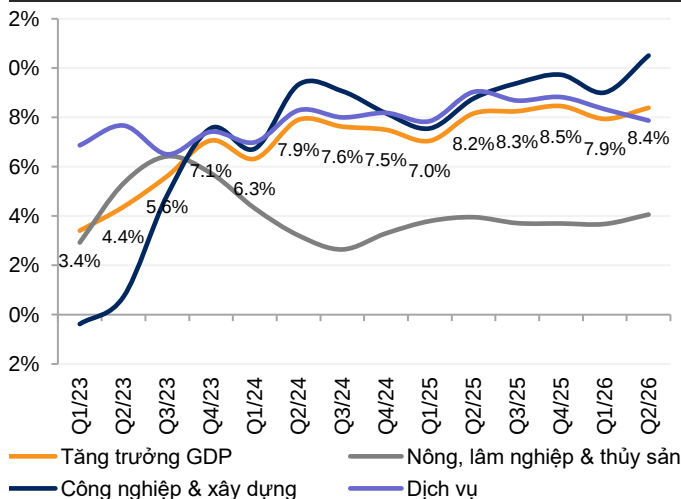
Cập nhật vĩ mô 6T26 và Q2/26: Động lực tăng trưởng duy trì nhưng áp lực hoàn thành mục tiêu năm còn lớn

Dù trải qua nhiều biến động từ môi trường bên ngoài trong nửa đầu năm 2026, kinh tế Việt Nam tiếp tục duy trì đà tăng trưởng tích cực trong quý 2. GDP Q2/26 tăng 8,39% so với cùng kỳ (svck), cao hơn mức 7,96% của Q1/26 (Hình 4), đưa tăng trưởng 6T26 lên 8,18%, vượt mức 7,63% cùng kỳ năm trước. Động lực tăng trưởng tiếp tục đến từ khu vực công nghiệp - xây dựng (+9,8%), đóng góp 47,2% vào mức tăng chung, trong khi khu vực dịch vụ (+8,1%) đóng góp 47,1%. Ở phía cầu, tích lũy tài sản (+15,2%) và xuất khẩu (+20,2%) tiếp tục là hai động lực chính. Dù vậy, với mức tăng trưởng hiện tại, nền kinh tế vẫn còn khoảng cách đáng kể so với mục tiêu tăng trưởng hai chữ số của Chính phủ.

- **Sản xuất công nghiệp tiếp tục là trụ cột tăng trưởng** khi IIP 6T26 tăng 10,8% svck, mức cao nhất kể từ năm 2019. Trong đó, ngành chế biến chế tạo tăng 11,4%, với động lực chính đến từ các ngành gắn với chu kỳ đầu tư như kim loại (+21,5%), xe có động cơ (+17,7%), hóa chất (+14,8%), trong khi điện tử, máy vi tính và sản phẩm quang học duy trì tăng trưởng 10,9%. Bên cạnh đó, chỉ số tiêu thụ ngành chế biến chế tạo tăng 10,8%, trong khi tỷ lệ tồn kho giảm xuống 82,2% (từ 85,7% cùng kỳ).
- **Tiêu dùng nội địa tiếp tục tăng trưởng, nhưng sức mua thực vẫn chịu áp lực từ lạm phát.** Tổng mức bán lẻ hàng hóa và doanh thu dịch vụ tiêu dùng 6T26 tăng 12,9% svck, tương đương 7,3% sau khi loại trừ yếu tố giá. Động lực đến từ nhóm lưu trú ăn uống (+15,6%) và du lịch (+15,0%), hưởng lợi từ lượng khách quốc tế đạt 12,3 triệu lượt (+14,9%). So với tháng trước, tăng trưởng bán lẻ thực tăng từ 6,1% lên 7,3%, phản ánh sự phục hồi nhẹ vào cuối quý.
- **Áp lực lạm phát đã dịu bớt trong tháng 6** khi CPI giảm 0,39% so với tháng trước (svtt) và tăng 4,69% so với cùng kỳ, chủ yếu nhờ [giá xăng dầu trong nước giảm theo diễn biến của giá dầu thế giới](#), kéo CPI nhóm giao thông tăng 5,29% so với cùng kỳ (Hình 5) (giảm từ mức 11 - 12% của hai tháng trước). Do mặt bằng giá năng lượng duy trì ở mức cao trong phần lớn Q2/26, CPI bình quân 6T26 đạt 4,38%, tiến sát mục tiêu kiểm soát 4,5% của Chính phủ.

Hình 4: Tăng trưởng GDP theo quý (so với cùng kỳ)

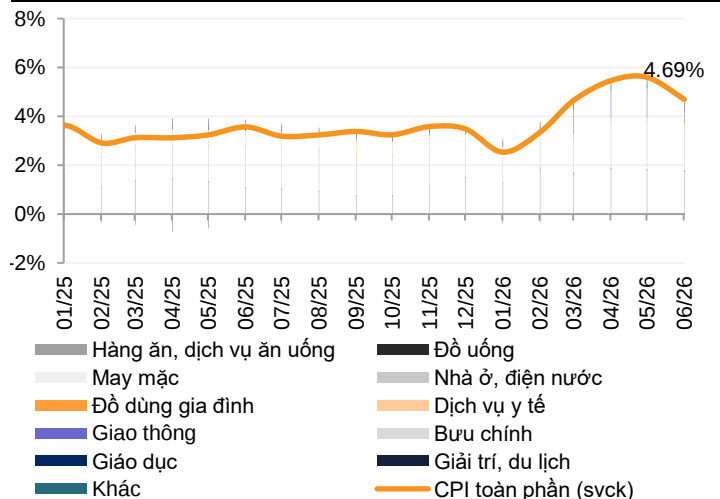
GDP Q2/26 tăng 8,39% svck, đưa tăng trưởng 6T26 lên 8,18%



Nguồn: Tổng Cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: Cấu phần CPI theo tháng (so với cùng kỳ)

CPI nhóm giao thông tăng 5,3% (tháng 5: +12,5% svck)



Nguồn: Tổng Cục thống kê, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 6/7/2026

- **Hoạt động thương mại tiếp tục mở rộng mạnh** với tổng kim ngạch xuất nhập khẩu 6T26 đạt 549,7 tỷ USD (+27,1% svck). Xuất khẩu tăng 21,0%, trong khi nhập khẩu tăng nhanh hơn (+33,4%), theo đó cán cân thương mại ghi nhận nhập siêu 16,7 tỷ USD. Ở chiều xuất khẩu, khu vực FDI tiếp tục dẫn dắt tăng trưởng (+26,0%), với nhóm điện tử, máy tính và linh kiện (+49,1%) là động lực chính. Theo thị trường, Mỹ vẫn là điểm đến xuất khẩu lớn nhất, mang lại thặng dư 75,3 tỷ USD (+21,3%), trong khi Trung Quốc tiếp tục là nguồn nhập siêu lớn nhất (77,3 tỷ USD). Đáng chú ý, **nhập siêu tháng 6 thu hẹp còn khoảng 2,6 tỷ USD**, so với 5,2 tỷ USD của tháng trước, nhờ xuất khẩu phục hồi theo chu kỳ giao hàng cao điểm Q2 - Q3/26.
- **FDI tiếp tục là điểm sáng của nền kinh tế** khi vốn đăng ký đạt 34,65 tỷ USD (+61,0% svck), trong khi vốn thực hiện đạt 13,03 tỷ USD (+11,2%), mức cao nhất của 6 tháng đầu năm trong vòng 5 năm. Trong đó, khoảng 82,6% vốn thực hiện tiếp tục tập trung vào ngành chế biến, chế tạo.
- **Ngân sách Nhà nước tiếp tục duy trì trạng thái tích cực**, tạo dư địa cho chính sách tài khóa trong nửa cuối năm. Lũy kế 6T26, tổng thu ngân sách Nhà nước ước đạt 1.568,2 nghìn tỷ đồng (bằng 62,0% dự toán năm, +17,4% svck), trong khi tổng chi ngân sách ước đạt 1.150,2 nghìn tỷ đồng (bằng 36,4% dự toán năm, +0,1% svck). Riêng chi đầu tư phát triển đạt khoảng 357,1 nghìn tỷ đồng (bằng 31,9% dự toán năm, +13,9% svck).
- **Đầu tư công cải thiện nhưng chưa đạt kỳ vọng về tiến độ giải ngân.** Lũy kế 6T26, vốn đầu tư thực hiện từ ngân sách Nhà nước đạt 335,6 nghìn tỷ đồng (bằng 31,2% kế hoạch năm), thấp hơn mức 36,0% cùng kỳ năm trước. [Theo Bộ Tài chính, đến 30/6, tổng vốn giải ngân đạt khoảng 356,9 nghìn tỷ đồng](#), tương đương 35,5% kế hoạch Thủ tướng giao.

Nhìn chung, bức tranh kinh tế Việt Nam trong Q2/26 và 6 tháng đầu năm 2026 cho thấy nền kinh tế vẫn duy trì đà tăng nhờ ba trụ cột chính là sản xuất công nghiệp, xuất khẩu và dòng vốn FDI, trong khi lạm phát tháng 6 đã cho thấy dấu hiệu hạ nhiệt sau giai đoạn tăng mạnh trong Q2/26. Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tăng trưởng kinh tế sẽ tiếp tục cải thiện trong H2/26, với những phân tích và dự báo cụ thể được công bố trong [Báo cáo Chiến lược nửa cuối năm 2026](#).

Thị trường tiền tệ

Thanh khoản bớt căng thẳng so với quý đầu năm, tuy nhiên áp lực vẫn hiện hữu khi chênh lệch tín dụng - huy động nới rộng

Trong tháng 6, Lãi suất liên ngân hàng (LNH) trải qua nhiều biến động một phần do trùng với giai đoạn các ngân hàng thương mại (NHTM) gia tăng nhu cầu cân đối vốn cục bộ tại thời điểm chốt số liệu cuối quý. Đầu tháng, lãi suất LNH tăng mạnh trở lại, với lãi suất qua đêm lên 10,1% và kỳ hạn 1 tuần đạt 8,6% (Hình 6). Nhờ các công cụ điều tiết linh hoạt của Ngân hàng Nhà nước (NHNN), mặt bằng lãi suất hạ nhiệt dần về cuối tháng. Bình quân tháng 6, lãi suất qua đêm và 1 tuần lần lượt ở mức 4,6% và 6,3%, giảm so với mức tương ứng là 6,3% và 6,4% bình quân tháng 5.

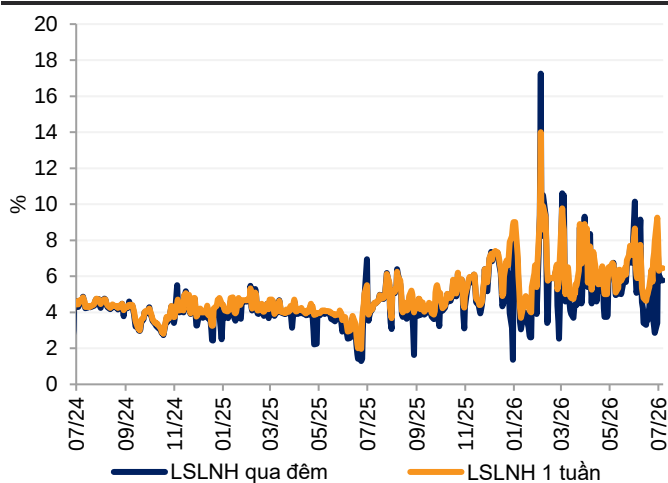
Trong Q2/26, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng đã giảm 9 - 53 điểm cơ bản so với quý trước. Bình quân Q2, lãi suất qua đêm đạt 5,4%, trong khi kỳ hạn 1 tuần ở mức 6,3%, phần nhiều đến từ các động thái hỗ trợ từ NHNN. Tuy nhiên

áp lực thanh khoản vẫn hiện hữu do: (1) tăng trưởng tín dụng tiếp tục vượt xa huy động, khi tín dụng toàn hệ thống đạt 7,41% tính đến cuối tháng 6 (Hình 8), trong khi huy động vốn chỉ tăng 5,02%, đẩy tỷ lệ LDR thi trường 1 lên khoảng 114% (Q1/26), cao hơn mức 109% cuối năm 2025 và 106% cuối năm 2024; (2) tiến độ giải ngân đầu tư công còn chậm khi giải ngân đầu tư công mới đạt 35,5% kế hoạch Chính phủ, khiến một lượng tiền lớn vẫn nằm tại KBNN thay vì chảy ra nền kinh tế và tạo sự lan tỏa; và (3) áp lực từ môi trường bên ngoài vẫn duy trì khi Fed giữ lãi suất ở mức cao 3,5–3,75% trong cuộc họp giữa tháng 6/2026, trong khi căng thẳng địa chính trị tại Trung Đông trong nửa đầu làm gia tăng rủi ro lạm phát và tỷ giá, qua đó hạn chế dư địa điều hành chính sách của NHNN.

Trong bối cảnh đó, NHNN chuyển sang trạng thái hút ròng qua kênh OMO trong quý 2. Trong Q2/26, NHNN đã hút ròng khoảng 123 nghìn tỷ đồng, đưa dư nợ OMO từ trên 360 nghìn tỷ đồng đầu quý xuống còn khoảng 230 nghìn tỷ đồng cuối quý (Hình 7). Quy mô bơm/hút ròng theo tuần dao động trong khoảng 4 - 80 nghìn tỷ đồng, thấp hơn đáng kể so với nhiều phiên trên 100 nghìn tỷ trong Q1/26. Động thái điều tiết này phản ánh: (1) thanh khoản hệ thống đã bớt căng thẳng so với đỉnh điểm Q1/26, cho phép NHNN từng bước thu hẹp lượng vốn hỗ trợ tạm thời; và (2) NHNN chủ động điều hành thận trọng, ưu tiên mục tiêu ổn định lạm phát và tỷ giá, trong bối cảnh giá dầu tăng mạnh do xung đột Mỹ-Iran và thâm hụt thương mại nổi rộng so với cùng kỳ.

Hình 6: Lãi suất liên ngân hàng theo kỳ hạn

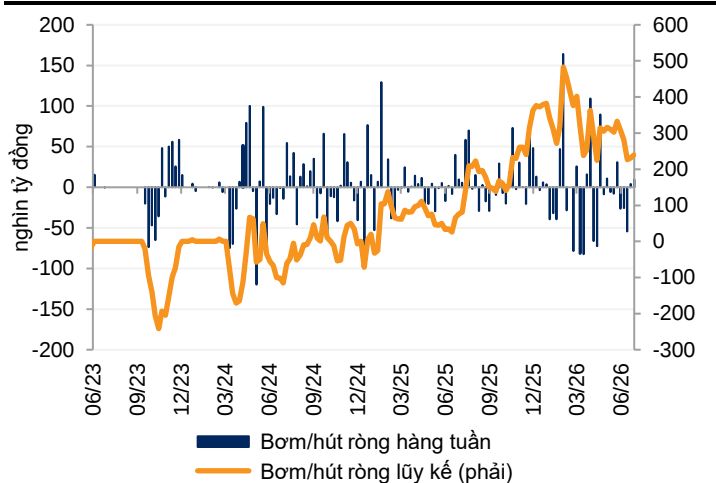
Bình quân Q2/26, lãi suất qua đêm ~5,4%, kỳ hạn 1 tuần ~6,3%



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Nghiệp vụ OMO

Trong Q2/26, NHNN hút ròng ~123 nghìn tỷ đồng, dư nợ OMO xuống ~230 nghìn tỷ đồng cuối quý



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Ngoài ra trong tháng 6, NHNN đã hai lần triển khai nghiệp vụ hoán đổi ngoại tệ có kỳ hạn (FX swap) nhằm hỗ trợ thanh khoản ngắn hạn. Lần thứ nhất diễn ra ngày 1/6, khi lãi suất liên ngân hàng qua đêm tăng vọt lên trên 10,1%/năm. NHNN thực hiện swap USD/VND kỳ hạn 14 ngày, hạn mức tối đa 1 tỷ USD, tương đương có thể bơm gần 24 nghìn tỷ đồng vào hệ thống với chi phí vốn ngầm định khoảng 5%/năm. Đến ngày 29/6, khi áp lực thanh khoản quay trở lại vào thời điểm cuối quý (lãi suất kỳ hạn 1 tuần tăng lên 8,5%/năm), NHNN tiếp tục triển khai hoán đổi kỳ hạn 7 ngày, quy mô tối đa 1 tỷ USD. Nhìn chung, FX swap tiếp tục được sử dụng như một công cụ điều tiết thanh khoản tại các thời điểm căng thẳng cục bộ trong ngắn hạn.

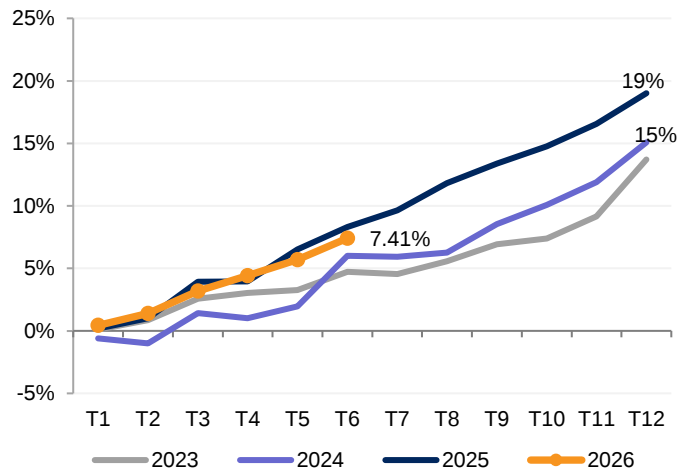
Lãi suất huy động vẫn chịu nhiều áp lực trong quý 2

Trong Q2/26, lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng niêm yết tại các NHTM thuộc danh sách theo dõi của chúng tôi tiếp tục duy trì ở mặt bằng cao. Tính đến cuối quý, lãi suất huy động (LSHĐ) 12 tháng bình quân toàn thị trường ở mức 5,90% (Hình 9), giảm 5 điểm cơ bản so với cuối Q1/26 nhưng tăng 56 điểm cơ bản so với cuối năm 2025. Trong đó, lãi suất huy động bình quân kỳ hạn 12 tháng của nhóm NHTM quốc doanh ở mức 5,90%, trong khi nhóm NHTM tư nhân ở mức 5,93%.

Trong khi đó, LSHĐ theo các chương trình ưu đãi theo theo dõi và thu thập của chúng tôi vẫn duy trì ở mức cao, dao động khoảng 7,5 - 8,0%/năm tại một số ngân hàng lớn và lên tới 8,5 - 9,0%/năm ở một số NHTM tư nhân vừa và nhỏ.

Hình 8: Tăng trưởng tín dụng theo năm (YTD)

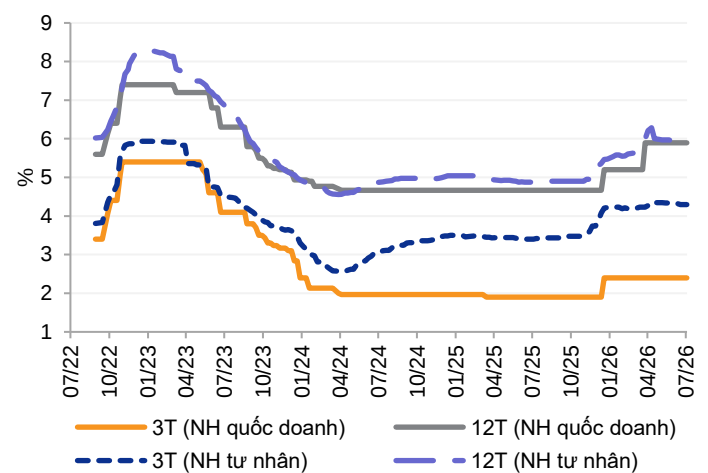
Tăng trưởng tín dụng (7,41%) và huy động (5,02%) tính đến 25/6



Nguồn: BLOOMBERG, NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Lãi suất huy động niêm yết theo kỳ hạn của NHTM

LSHĐ 12 tháng bình quân ở mức 5,90% (+56 điểm cơ bản so với cuối 2025)



Nguồn: Các NHTM, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, mặt bằng lãi suất huy động thực tế vẫn neo cao, dù lãi suất niêm yết có giảm nhẹ. Áp lực thanh khoản vẫn hiện hữu tiếp tục gây áp lực lên huy động vốn của các NHTM, với những nguyên nhân chính là: (1) khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và huy động ngày càng nới rộng làm gia áp lực tuân thủ các tỷ lệ an toàn của các NHTM; (2) lượng vốn lớn bị hút về KBNN do giải ngân vốn ngân sách vẫn chậm; và (3) xu hướng sử dụng tiền mặt gia tăng khi nhiều cá nhân và hộ kinh doanh trở nên thận trọng hơn do lo ngại pháp lý liên quan đến các thay đổi trong chính sách thuế. **Trong bối cảnh đó, NHNN đã phát đi tín hiệu xoay trục chính sách theo hướng hỗ trợ tăng trưởng.** Các chính sách hỗ trợ lần lượt được ban hành như [Thông tư 08/2026/TT-NHNN](#) (cho phép tính 20% tiền gửi có kỳ hạn của KBNN vào cơ sở tính LDR), [Thông tư 25/2026/TT-NHNN](#) (nâng trần SMLR từ 30% lên 40%), cùng với việc loại trừ dư nợ cấp mới của một số dự án trọng điểm khỏi chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng theo [Công văn 5386/NHNN-TD](#) và định hướng tăng tỷ trọng tiền gửi KBNN tại NHTM theo [Nghị quyết 168/NQ-CP](#). Các biện pháp này mở thêm dư địa tín dụng và phần nào hỗ trợ thanh khoản, nhưng cũng đặt ra yêu cầu cao hơn về quản trị rủi ro kỳ hạn khi tỷ trọng vốn ngắn hạn tài trợ cho tài sản trung dài hạn tăng lên.

Nhận định: CPI tháng 6 hạ nhiệt là tín hiệu bước đầu, mở ra dư địa điều hành chính sách tiền tệ cho NHNN trong nửa cuối năm. Áp lực lạm phát dịu bớt cùng tỷ giá được kiểm soát là điều kiện cần để thực thi các giải pháp quyết liệt hơn trong việc hỗ trợ tăng trưởng kinh tế. Tuy nhiên, thách thức lớn nhất hiện nay là khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và tăng trưởng huy động, buộc các NHTM phải cạnh tranh huy động vốn để tài trợ nhu cầu tín dụng, đồng thời đảm

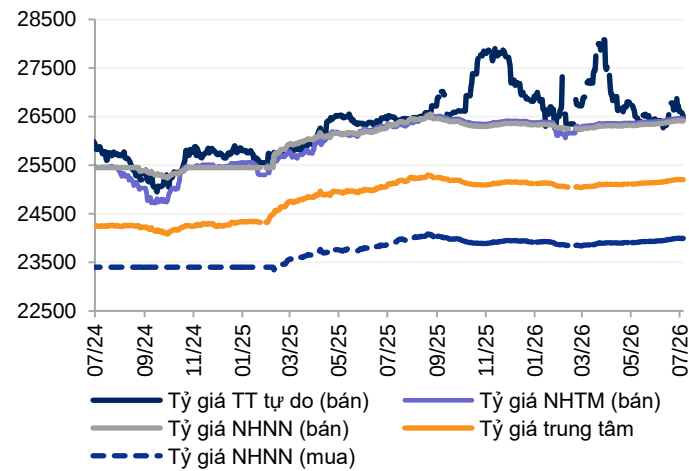
bảo các tỷ lệ an toàn theo quy định. Do đó, chúng tôi cho rằng việc giảm lãi suất một cách thực chất sẽ phụ thuộc lớn vào khả năng cải thiện thanh khoản hệ thống, cần sự phối hợp chặt chẽ giữa chính sách tiền tệ, tài khóa và điều kiện vĩ mô thuận lợi hơn. Bên cạnh kỳ vọng Chính phủ đẩy mạnh giải ngân đầu tư công trong nửa cuối năm, chúng tôi kỳ vọng NHNN sẽ: (1) xem xét nâng tỷ lệ tiền gửi của KBNN tại các NHTM; (2) triển khai đồng bộ các công cụ như OMO, hoán đổi ngoại tệ; và (3) nghiên cứu cơ chế tái cấp vốn cho các công trình trọng điểm quốc gia, đặc biệt là các dự án nhà ở xã hội, nhà cho thuê. Nếu các giải pháp này được triển khai hiệu quả, **mặt bằng lãi suất có thể bắt đầu hạ nhiệt rõ nét hơn từ quý 4.**

Tỷ giá duy trì ổn định trong bối cảnh thế giới nhiều biến động

Nửa đầu năm 2026, đặc biệt trong quý 2, tỷ giá chịu tác động đồng thời từ hai cú sốc lớn. Thứ nhất, xung đột Mỹ-Iran leo thang đẩy giá dầu tăng mạnh và tạo áp lực lạm phát nhập khẩu lên nhiều nền kinh tế châu Á. Thứ hai, Fed duy trì [lập trường cứng rắn dưới thời Chủ tịch Kevin Warsh sau cuộc họp ngày 17/6](#), loại bỏ khả năng hạ lãi suất trong ngắn hạn và để ngỏ khả năng tiếp tục thắt chặt, đưa DXY tăng lên vùng 100 - 101 (Hình 11), mức cao nhất kể từ tháng 10/2025. Dù vậy, VND chỉ mất giá khoảng 0,1% so với USD từ đầu năm (Hình 11), thấp hơn đáng kể so với đồng Rupiah Indonesia (-7,8%) và Baht Thái Lan (-5,7%).

Hình 10: Tỷ giá trong nước

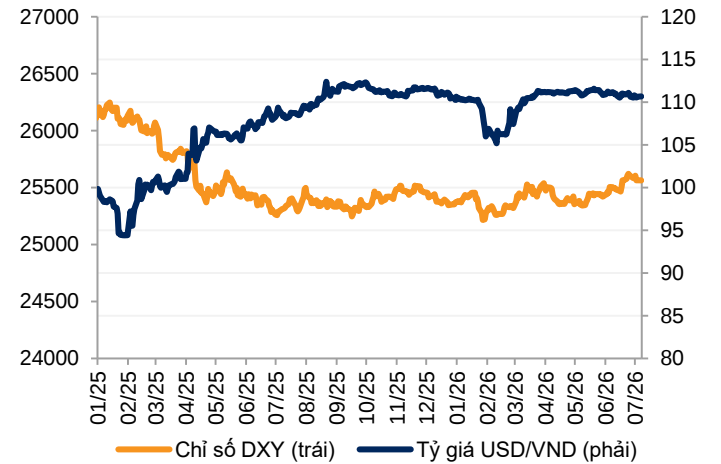
Tỷ giá trung tâm NHNN công bố ở mức 25.202 VND/USD (+81 đồng YTD)



Nguồn: NHNN, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Chỉ số DXY và tỷ giá USD/VND

VND chỉ mất giá khoảng 0,1% so với USD từ đầu năm



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Trong nước, tính đến ngày 6/7, tỷ giá trung tâm do NHNN công bố ở mức 25.202 VND/USD (+55 đồng svtt; +81 đồng so với đầu năm). Trong khi đó, tỷ giá liên ngân hàng duy trì quanh 26.300 - 26.390 VND/USD (-0,1% svtt, +0,1% từ đầu năm) (Hình 10).

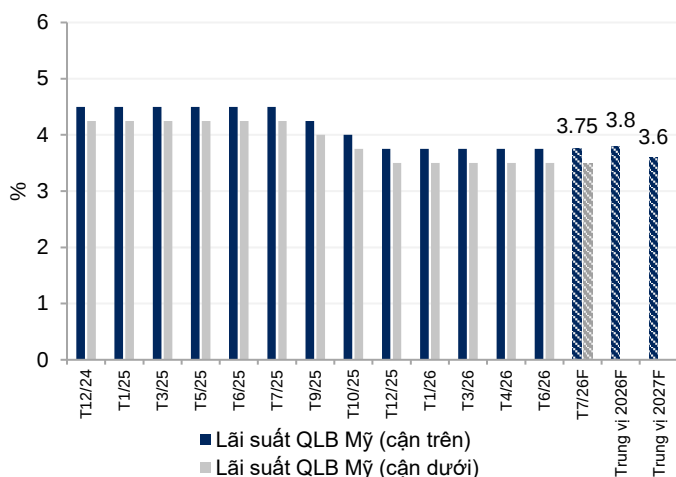
Chúng tôi giữ nguyên quan điểm Fed sẽ duy trì lãi suất ở mức 3,50 - 3,75% trong nửa cuối năm 2026 (Hình 12). Động lực chính đến từ: (1) lạm phát Mỹ được kỳ vọng hạ nhiệt trong nửa cuối năm khi giá dầu giảm trở lại về ngưỡng trước xung đột Iran, dù lạm phát lõi ([PCE lõi tháng 5: +3,4% svck](#)) vẫn cao nhưng phần lớn áp lực từ cú sốc năng lượng tạm thời (cầu kéo); và (2) thị trường lao động có thể ảm đạm hơn kỳ vọng, tạo tín hiệu trái chiều khiến Fed chưa cần tiếp tục thắt chặt chính sách. Tuy nhiên rủi ro cho thị trường nằm ở [định hướng "để ngỏ" của tân Chủ tịch Kevin Warsh](#), khiến thị trường phải suy đoán hướng điều hành từ dữ liệu thực tế nhiều hơn. Chúng tôi cũng cho rằng thời gian tới,

thị trường quốc sẽ phản ứng nhạy với các bộ dữ liệu nền kinh tế hơn, khi các [NHTW lớn quốc tế dần có thể ko ưu tiên sử dụng định hướng điều hành \(forward guidance\)](#), và ưu tiên chờ các chỉ tiêu kinh tế.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng DXY sẽ tiếp tục dao động trong vùng 99 - 101 trong ngắn hạn, nhờ: (1) chênh lệch lãi suất nghiêng về USD và triển vọng tăng trưởng của Mỹ tiếp tục vượt trội so với nhiều nền kinh tế lớn trong nửa cuối năm 2026; (2) nhu cầu trú ẩn vẫn duy trì trong bối cảnh rủi ro địa chính trị chưa được giải quyết hoàn toàn; và (3) Fed nhiều khả năng hạn chế sử dụng forward guidance, khiến thị trường duy trì cách tiếp cận thận trọng và qua đó tiếp tục hỗ trợ đồng USD.

Hình 12: Lãi suất quỹ liên bang của Mỹ

Trong cuộc họp giữa T6/26, Fed giữ nguyên lãi suất ở mức 3,50 - 3,75%



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Kỳ vọng thị trường về lãi suất Fed

Xác suất Fed tăng lãi suất trong H2/26 giảm dần so với trước đó

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500
7/29/2026	0.0%	0.0%	0.0%	70.6%	29.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
9/16/2026	0.0%	0.0%	0.0%	37.0%	49.0%	14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
10/28/2026	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	46.1%	22.5%	3.4%	0.0%	0.0%
12/9/2026	0.0%	0.0%	0.0%	17.9%	39.6%	31.0%	10.3%	1.2%	0.0%
1/27/2027	0.0%	0.0%	0.0%	15.0%	36.1%	32.4%	13.6%	2.7%	0.2%
3/17/2027	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	32.4%	33.0%	16.9%	4.6%	0.6%
4/28/2027	0.0%	0.0%	0.0%	11.8%	31.5%	33.0%	17.6%	5.1%	0.8%
6/9/2027	0.0%	0.0%	0.8%	13.2%	31.6%	31.9%	16.8%	4.8%	0.8%
7/28/2027	0.0%	0.1%	2.2%	15.2%	31.6%	30.3%	15.4%	4.4%	0.7%
9/15/2027	0.0%	0.3%	3.8%	17.2%	31.5%	28.5%	14.1%	3.9%	0.6%
10/27/2027	0.0%	0.6%	4.8%	18.4%	31.2%	27.3%	13.3%	3.7%	0.6%
12/8/2027	0.2%	1.8%	8.7%	22.0%	30.1%	23.4%	10.6%	2.8%	0.4%

Nguồn: CME FedWatch, VNDIRECT RESEARCH

Nhận định: Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tỷ giá USD/VND sẽ giao động trong biên độ **khoảng 1 - 2%** trong năm 2026, chủ yếu do đồng USD duy trì ở mức cao và rủi ro địa chính trị còn hiện hữu. Tuy nhiên, áp lực tỷ giá cũng sẽ được phần nào cân bằng nhờ nguồn cung ngoại tệ tích cực từ dòng vốn FDI, mặt bằng lãi suất VND duy trì ở mức cao và khả năng NHNN sẽ tiếp tục điều hành linh hoạt thông qua kết hợp OMO, can thiệp ngoại hối và các công cụ hoán đổi ngoại tệ khi cần thiết.

Trái phiếu Chính phủ

Thị trường sơ cấp

Phát hành TPCP quý 2 tăng mạnh trở lại

Theo dữ liệu từ Sở GDCK Hà Nội, lũy kế 6T26 tổng giá trị TPCP phát hành từ KBNN đạt 181,2 nghìn tỷ đồng TPCP (Hình 18), giảm 10% so với cùng kỳ và mới hoàn thành 36,5% kế hoạch cả năm. Tiến độ này vẫn tương đối chậm so với quy mô mục tiêu 500 nghìn tỷ cho cả năm.

Trong tháng 6, KBNN gọi thầu khoảng 68 nghìn tỷ đồng (Hình 14), nhưng giá trị trúng thầu chỉ đạt 23,3 nghìn tỷ đồng (-30,5% svtt). Cụ thể:

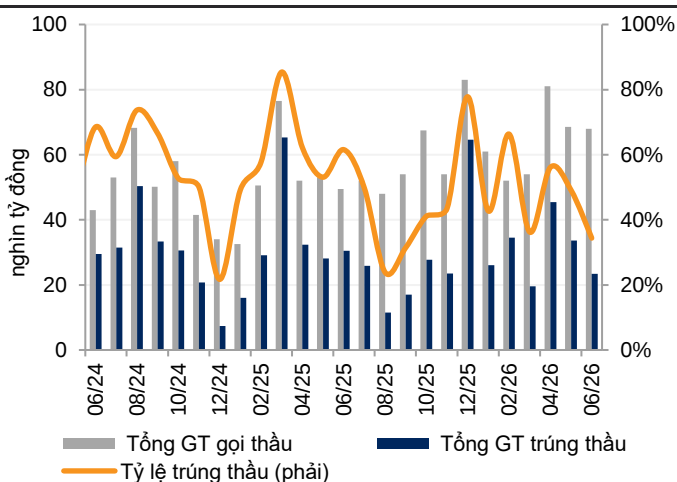
- Tỷ lệ trúng thầu giảm xuống 34,4%, thấp hơn mức 49,1% của tháng 5, cho thấy nhu cầu nắm giữ TPCP của nhóm NHTM tiếp tục giảm.

- TPCP kỳ hạn 10 năm tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất với 13,5 nghìn tỷ đồng (-26% svtt), tương đương khoảng 58% tổng giá trị phát hành (Hình 16). Lợi suất trúng thầu tăng lên mức 4,3 - 4,4%, cao hơn 10 - 20 điểm cơ bản svtt, tăng khoảng 30 điểm cơ bản so với đầu năm (Hình 17).
- Theo sau là TPCP kỳ hạn 5 năm phát hành hơn 9,0 nghìn tỷ đồng (-40% svtt), với lợi suất trúng thầu tăng lên 4,1 - 4,2%, tương ứng tăng 10 - 20 điểm cơ bản svtt và tăng khoảng 90 điểm cơ bản so với đầu năm.
- Đáng chú ý, TPCP kỳ hạn 30 năm phát hành tăng mạnh lên 425 tỷ đồng (13x svtt). Lợi suất trúng thầu tăng lên 4,6% (+50 điểm cơ bản sv cuối 2025) (Hình 17) do mặt bằng chi phí vốn trong nền kinh tế gia tăng đáng kể.

Trong Q2/26, KBNN phát hành thành công 102,4 nghìn tỷ đồng TPCP (Hình 15), tăng 28% so với quý trước. Động lực chính do trong tháng 4, tổng giá trị trúng thầu đạt 45,5 nghìn tỷ đồng (2,3x svtt) (Hình 14). Ngoài ra, tổng giá trị gọi thầu đạt 217,5 nghìn tỷ đồng (1,3x sv quý trước), ghi nhận mức cao nhất trong 5 năm. KBNN chủ động đẩy nhanh tiến độ huy động sau khi Q1/26 mới hoàn thành 16% kế hoạch phát hành cả năm (so với 29,7% cùng kỳ năm 2025), đồng thời chuẩn bị nguồn vốn cho nhu cầu giải ngân đầu tư công dự kiến tăng tốc trong H2/26.

Hình 14: Tổng quan bức tranh đấu thầu TPCP theo tháng

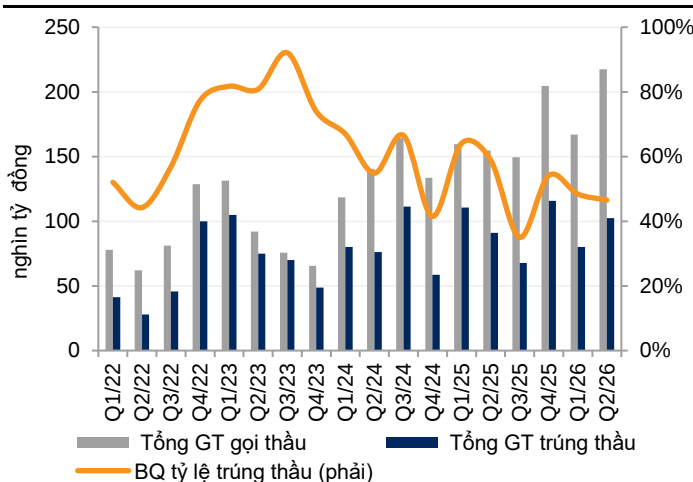
Giá trị trúng thầu T6/26 đạt 23,3 nghìn tỷ đồng (-30,5% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Tổng quan bức tranh đấu thầu TPCP theo quý

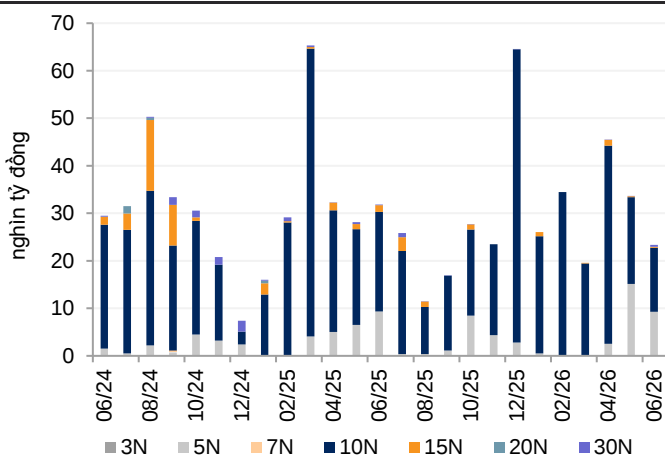
Giá trị trúng thầu Q2/26 đạt 102,4 nghìn tỷ đồng (+27,9% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: Giá trị phát hành TPCP theo kỳ hạn theo tháng

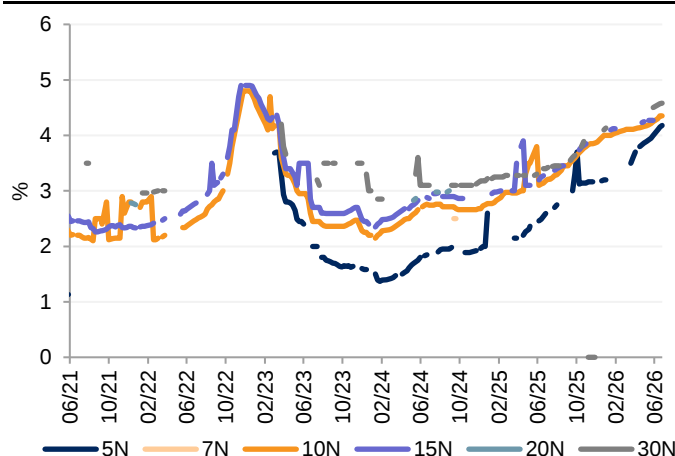
TPCP kỳ hạn 10 năm và 5 năm chiếm lần lượt 58% và 39% tổng GTPH



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: Lợi suất trúng thầu TPCP bình quân theo tháng

Lợi suất trúng thầu ở các kỳ hạn tăng 10 - 20 điểm cơ bản svtt



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

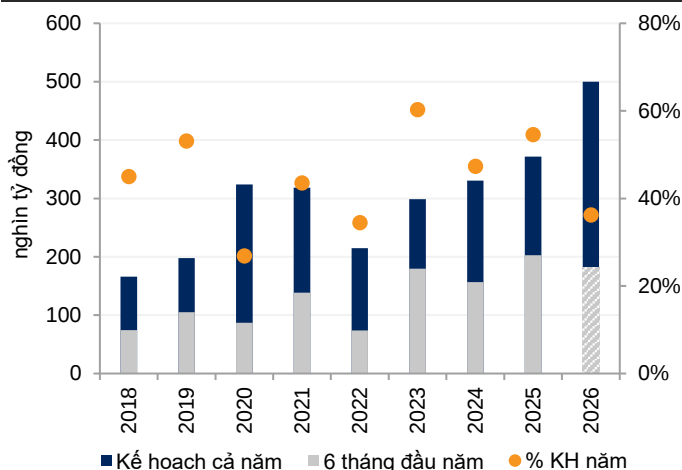
Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 1/7/2026

Tuy nhiên, giá trị phát hành thực tế Q2/26 chỉ đạt 68,3% kế hoạch quý (Hình 19), phản ánh lực cầu trên thị trường vẫn còn hạn chế. Trong đó, kỳ hạn 10 năm có tỷ lệ hoàn thành cao nhất, đạt 83,4% kế hoạch.

Đối với Q3/26, KBNN dự kiến phát hành 120 nghìn tỷ đồng TPCP (Hình 19), cao hơn khoảng 28% so với khối lượng thực hiện trong Q2/26. Cơ cấu phát hành tiếp tục tập trung vào kỳ hạn 10 năm (60 nghìn tỷ đồng) và 5 năm (35 nghìn tỷ đồng). Theo tính toán của chúng tôi, để hoàn thành 100% kế hoạch phát hành cả năm, **KBNN cần phát hành thêm khoảng 317 nghìn tỷ đồng trong 6 tháng cuối năm, tương đương khoảng 53 nghìn tỷ đồng/tháng**, cao hơn gần 74% mức bình quân ~30 nghìn tỷ đồng/tháng của nửa đầu năm 2026. Điều này đồng nghĩa riêng Q4/26 sẽ phải phát hành khoảng 198 nghìn tỷ đồng, tạo áp lực đáng kể lên thị trường. Áp lực phát hành trong nửa cuối năm có thể đến từ ba yếu tố chính: (1) tiến độ phát hành còn cách khá xa kế hoạch, buộc KBNN phải tăng tốc trong thời gian ngắn; (2) nhu cầu vốn thường tập trung vào quý 4 khi giải ngân đầu tư công và chi ngân sách tăng mạnh, làm gia tăng rủi ro dồn cung TPCP; và (3) KBNN sẽ phải cân bằng giữa mục tiêu hoàn thành khối lượng phát hành và kiểm soát chi phí huy động vốn trong bối cảnh mặt bằng lãi suất vẫn ở mức cao.

Hình 18: Giá trị phát hành TPCP lũy kế theo các năm

GT phát hành lũy kế 6T26 đạt 181,2 nghìn tỷ đồng (~36,5% KH năm)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Giá trị phát hành TPCP và kế hoạch phát hành

KBNN dự kiến phát hành 120 nghìn tỷ trong Q3 (+28% so với thực hiện Q2)

Kỳ hạn	T6/26	6T26	KHPH Q3/26	% KHPH Q2/26	% KHPH 2026
7	165	315	5.000	17,8%	0,9%
5	8.050	26.255	35.000	66,5%	27,3%
7	-	-	2.000	0,0%	0,0%
10	13.220	151.641	60.000	83,4%	66,1%
15	172	2.522	14.000	11,2%	3,0%
20	-	-	2.000	0,0%	0,0%
30	425	485	2.000	24,3%	1,9%
Tổng	22.032	181.218	120.000	68,3%	36,5%

Nguồn: HNX, VBMA, VNDIRECT RESEARCH

Thị trường thứ cấp

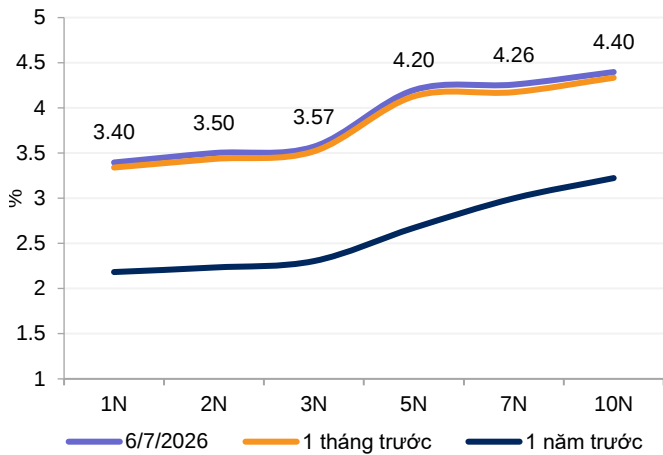
Lợi suất TPCP nhích tăng ở tất cả các kỳ hạn

Tính đến ngày 6/7, lợi suất TPCP kỳ hạn 5 năm và 10 năm lần lượt giao dịch ở mức 4,2% (+153 điểm cơ bản svck) và 4,4% (+117 điểm cơ bản svck). So với tháng trước, lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tăng khoảng 5 - 8 điểm cơ bản ở hầu hết các kỳ hạn (Hình 20), trong đó kỳ hạn 5 năm ghi nhận mức tăng mạnh nhất. Đây cũng là kỳ hạn có mức tăng cao nhất từ đầu năm, khoảng 95 điểm cơ bản (Hình 21).

Trong Q2/26, lợi suất TPCP tăng khoảng 14 - 20 điểm cơ bản, trong đó kỳ hạn 2 năm ghi nhận mức tăng mạnh nhất. Nhìn chung, mức độ biến động đã giảm đáng kể so với Q1/26, khi lợi suất các kỳ hạn tăng từ 17 - 80 điểm cơ bản do chịu tác động đồng thời từ căng thẳng thanh khoản sau Tết và hiệu ứng lan rộng từ cú sốc địa chính trị tại Trung Đông vào đầu tháng 3.

Hình 20: Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp

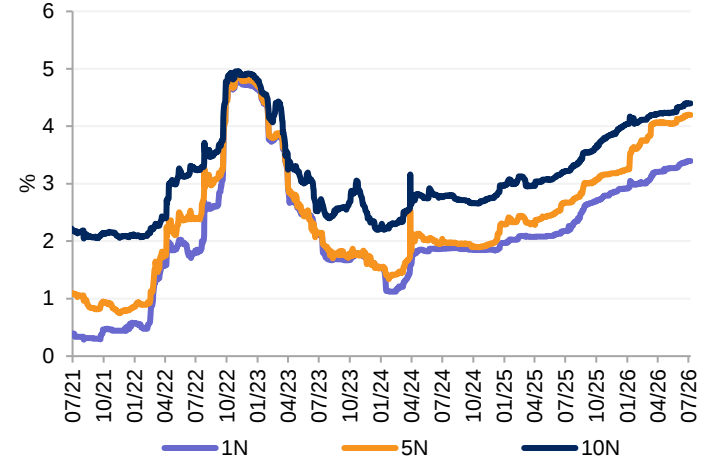
Lợi suất TPCP thị trường 2 ở các kỳ hạn tăng ~5 - 8 đcb svtt



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP thị trường 2 ở các kỳ hạn tăng ~14 - 20 đcb trong Q2/26



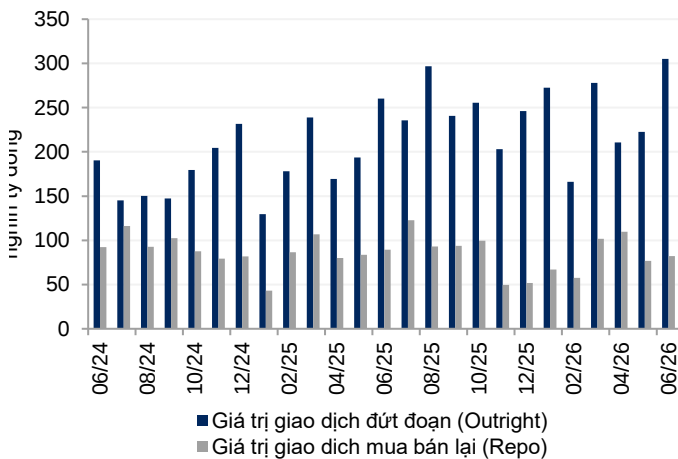
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Tháng 6, thanh khoản trên thị trường thứ cấp trong cải thiện. Tổng giá trị giao dịch trái phiếu đạt khoảng 387,4 nghìn tỷ đồng (+29,5% svtt, +10,9% svck). Trong đó, giá trị giao dịch outright đạt 305,2 nghìn tỷ đồng (+37,1% svtt, +17,4% svck), mức cao nhất trong vòng 5 năm (Hình 22). Động lực chủ yếu đến từ: (1) lợi suất trên thị trường thứ cấp tăng trên diện rộng, thúc đẩy các tổ chức nắm giữ TPCP tái cơ cấu danh mục; và (2) nguồn cung sơ cấp gia tăng sau khi KBNN điều chỉnh nâng kế hoạch phát hành Q2/26 lên 150 nghìn tỷ đồng, cao hơn 36,4% so với kế hoạch ban đầu. Trong khi đó, giá trị giao dịch repos đạt 82,2 nghìn tỷ đồng (+7,2% svtt, -8,0% svck).

Trên thị trường outright, nhà đầu tư nước ngoài ghi nhận mua ròng 721 tỷ đồng trong tháng (Hình 23), mức cao nhất kể từ tháng 10/2025, trái ngược với xu hướng bán ròng tháng trước (tháng 5: -136 tỷ đồng). Theo đó, giá trị bán ròng lũy kế từ đầu năm giảm xuống 2,3 nghìn tỷ đồng, trái ngược với mức mua ròng 1,8 nghìn tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Trong Q2/26, tổng giá trị mua ròng của khối ngoại đạt 573 tỷ đồng, đảo chiều so với mức bán ròng kỷ lục hơn 2,9 nghìn tỷ đồng của Q1/26, cho thấy áp lực rút vốn đã phần nào hạ nhiệt dù xu hướng bán ròng vẫn chiếm phần nhiều.

Hình 22: Giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp theo tháng

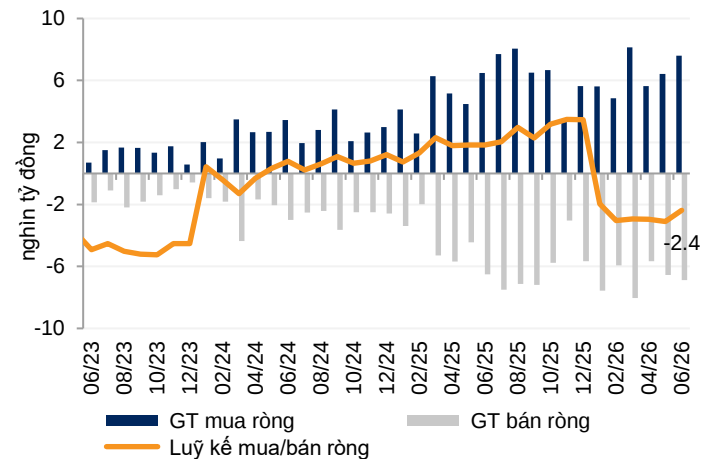
GTGD outright T6/26 đạt 305,2 nghìn tỷ - mức cao nhất 5 năm



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 23: Giá trị mua/bán ròng của khối ngoại theo tháng

Khối ngoại T6/26 mua ròng ~721 tỷ đồng, đảo chiều mức bán ròng tháng 5



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Nhận định: Chúng tôi kỳ vọng lợi suất TPCP sẽ tiếp tục xu hướng tăng trong nửa cuối năm 2026, với mức tăng khoảng **10 - 30 điểm cơ bản** tùy từng kỳ hạn trong Q3/26. Động lực chính đến từ: (1) KBNN phải đẩy nhanh tiến độ phát hành để bù đắp phần kế hoạch còn thiếu, với tốc độ bình quân hàng tháng cần cao hơn khoảng 1,5x so với 6T26, trong khi áp lực phát hành sẽ tập trung nhiều hơn vào cuối năm theo tiến độ giải ngân đầu tư công; (2) mặt bằng lãi suất huy động và lãi suất LNH nhiều khả năng vẫn duy trì ở mức cao do khoảng cách giữa tăng trưởng tín dụng và huy động chưa được thu hẹp đáng kể, qua đó tiếp tục nâng chi phí vốn và lợi suất yêu cầu đối với TPCP; và (3) Chính phủ sẽ giải ngân tăng tốc dần để đạt kế hoạch đầu tư công năm 2026, cho thấy áp lực phát hành TPCP trong tháng Q3 và Q4/26 nhìn chung khá cao.

Trái phiếu doanh nghiệp

Hoạt động phát hành riêng lẻ cải thiện trong quý 2

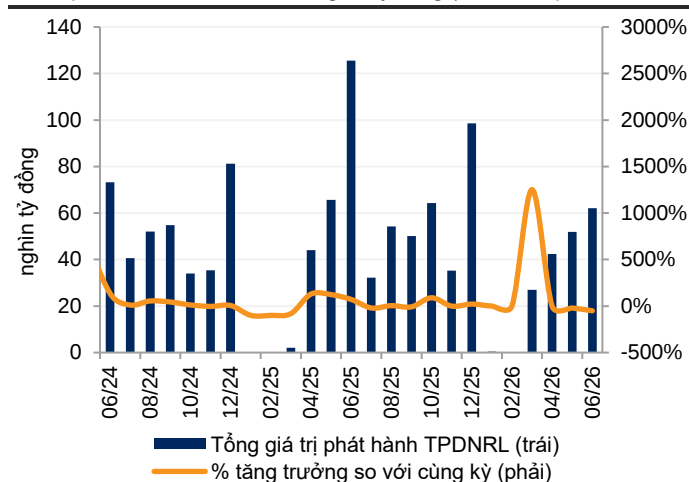
Theo dữ liệu từ Sở GDCK Hà Nội, lũy kế 6T26 tổng giá trị phát hành TPDN riêng lẻ (TPDNRL) đạt khoảng 184 nghìn tỷ đồng (-22% svck), trong đó giá trị PHRL nhóm BĐS lớn nhất với 98,3 nghìn tỷ (2,8x svck) (Hình 27). Tổng giá trị phát hành giảm svck chủ yếu do nền so sánh cao, khi tháng 6 năm ngoái trùng thời điểm các NHTM phát hành lượng lớn trái phiếu Tier-2 nhằm đáp ứng chuẩn Basel III và chuẩn bị vốn cho mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao của năm 2025.

Tính riêng tháng 6, tổng giá trị phát hành TPDNRL tiếp tục tăng lên 62,1 nghìn tỷ đồng (+20% svtt, -50% svck) (Hình 24). Trong đó, nhóm BĐS chiếm tỷ trọng lớn nhất với 34,3 nghìn tỷ đồng, tương đương 55% tổng giá trị phát hành trong tháng. Hoạt động phát hành của nhóm này tiếp tục cải thiện do xu hướng các doanh nghiệp BĐS đẩy mạnh huy động vốn qua kênh trái phiếu trong bối cảnh khả năng tiếp cận tín dụng ngân hàng vẫn bị thu hẹp.

Tính chung Q2/26, giá trị phát hành TPDNRL phục hồi, đạt 156,5 nghìn tỷ đồng (5,7x sv quý trước, -33% svck) (Hình 25). Trong đó, nhóm Ngân hàng đạt 76,7 nghìn tỷ đồng (-56% svck), trong khi nhóm doanh nghiệp Bất động sản (BDS) phát hành 72,6 nghìn tỷ đồng (2,8x svck). Hai nhóm ngành này lần lượt chiếm 49% và 46% tổng giá trị phát hành trong quý (Hình 26).

Hình 24: Giá trị phát hành TPDNRL theo tháng

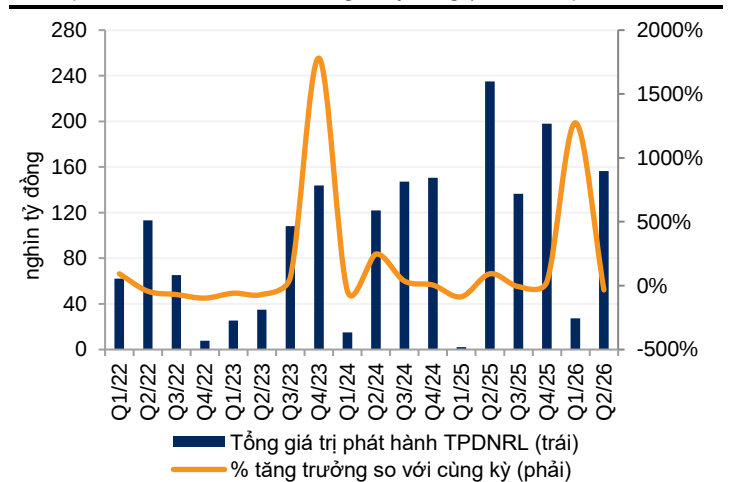
Giá trị phát hành T6/26 đạt 62,1 nghìn tỷ đồng (-50% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 25: Giá trị phát hành TPDNRL theo quý

Giá trị phát hành Q2/26 đạt 156,5 nghìn tỷ đồng (-33% svck)

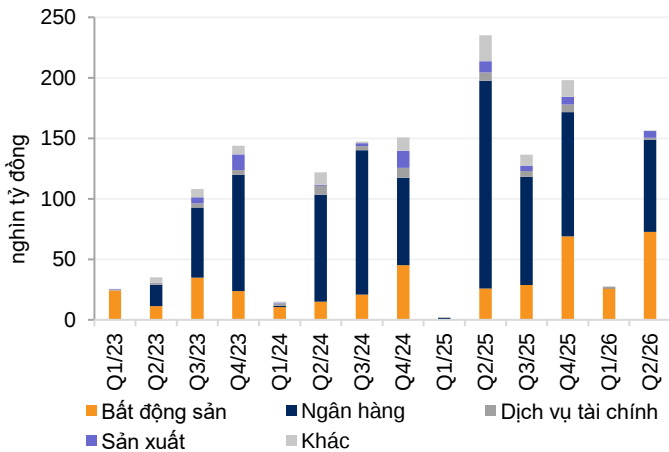


Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Ghi chú: Toàn bộ dữ liệu trong phần này tính đến ngày 1/7/2026

Hình 26: Giá trị phát hành TPDNRL theo nhóm ngành

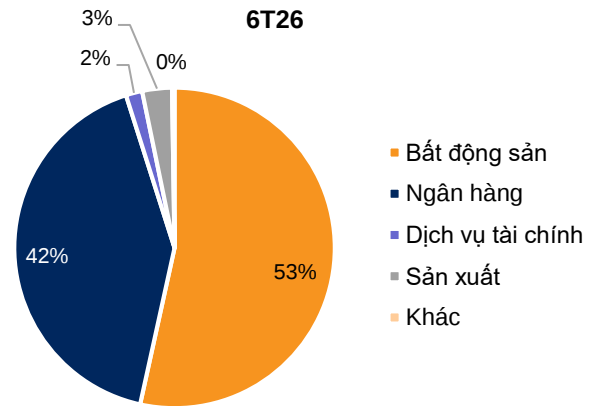
Giá trị phát hành Q2/26 nhóm Ngân hàng đạt 76,7 nghìn tỷ (-56% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 27: Tỷ trọng giá trị phát hành TPDNRL theo nhóm ngành

Giá trị phát hành lũy kế 6T26 nhóm Bất động sản đạt 98,3 nghìn tỷ



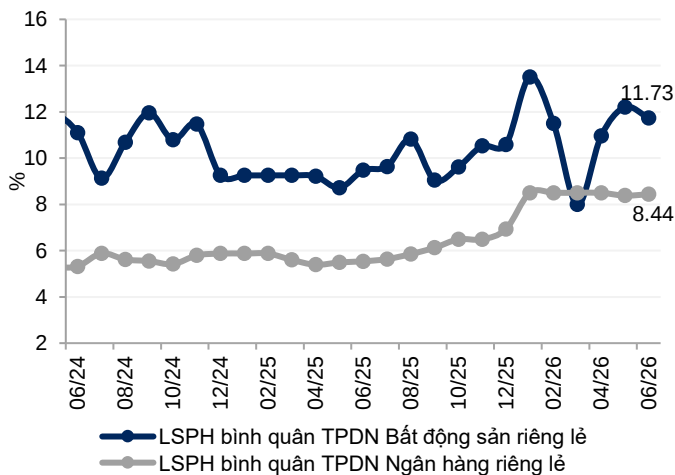
Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Đối với lãi suất phát hành TPDNRL bình quân, nhóm Ngân hàng ghi nhận lãi suất bình quân tháng 6 đi ngang svtt ở mức 8,4% (+0,1 điểm % svck, +2,9 điểm % so với cuối 2025). Ngược lại, lãi suất bình quân nhóm BĐS giảm nhẹ 0,5 điểm % xuống 11,7% (+2,3 điểm % svck, +1,2 điểm % so với cuối 2025) (Hình 28). Trong 1 - 2 tháng gần đây, lãi suất phát hành của nhóm BĐS hạ nhiệt phần nào do [Nghị định 200/2026/NĐ-CP \(hiệu lực từ 5/6/2026\)](#) siết chặt tiêu chuẩn phát hành riêng lẻ (yêu cầu cao hơn về xếp hạng tín nhiệm, tài sản đảm bảo, và giới hạn nhà đầu tư cá nhân chuyên nghiệp), có khả năng khiến các đợt phát hành mới có xu hướng tập trung vào nhóm doanh nghiệp chất lượng tín dụng tốt hơn, kéo mặt bằng lãi suất BQ toàn ngành giảm nhẹ.

Đối với kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân, nhóm BĐS trong tháng 6 ở mức 2,9 năm và nhóm Ngân hàng ở mức 4,2 năm (Hình 29).

Hình 28: Lãi suất phát hành TPDNRL bình quân

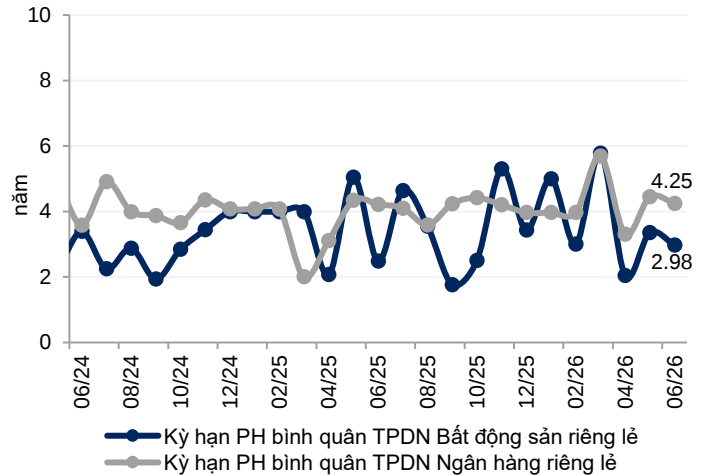
LSPH bình quân nhóm Ngân hàng đi ngang (8,4%), trong khi nhóm BĐS giảm 0,5 điểm % svtt



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 29: Kỳ hạn phát hành TPDNRL bình quân

Kỳ hạn PH bình quân nhóm Ngân hàng và BĐS đều giảm nhẹ so với tháng trước



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Theo dữ liệu từ Sở GDCK Hà Nội, lũy kế 6T26 tổng giá trị mua lại trước hạn TPDNRL đạt 181,8 nghìn tỷ đồng (+45% svck). Trong đó, nhóm Ngân hàng chiếm tỷ trọng lớn nhất với khoảng 160 nghìn tỷ đồng (2,2x svck), theo sau là nhóm BĐS mua lại khoảng 13 nghìn tỷ đồng (-55% svck). Theo chúng tôi, lượng TPDN mua lại trước hạn tăng mạnh trong tháng 6 có thể xuất phát từ hai động lực: (1) Nghị định 200/2026/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 5/6 đã thúc đẩy các tổ

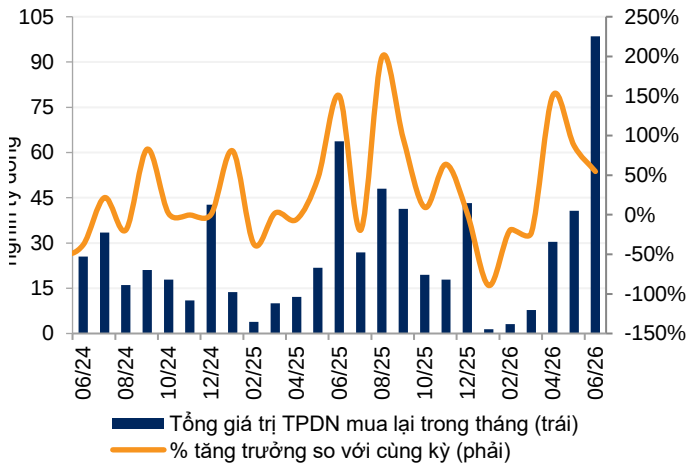
chức phát hành rà soát và tái cơ cấu các lô trái phiếu đang lưu hành, qua đó đẩy nhanh kế hoạch mua lại đối với một số lô trái phiếu cũ; và (2) các NHTM tiếp tục đẩy mạnh tái cơ cấu nguồn vốn cấp 2 khi chủ động mua lại các lô trái phiếu hiện hữu và thay thế bằng các đợt phát hành mới có kỳ hạn dài hơn nhằm củng cố hệ số an toàn vốn và tạo dư địa cho tăng trưởng tín dụng.

Trong tháng 6, giá trị mua lại trước hạn TPDNRL đạt 98,5 nghìn tỷ đồng (2,4x svtt, +55% svck), mức mua lại cao nhất trong nhiều năm svck (Hình 30). Trong đó, nhóm Ngân hàng chiếm khoảng 94% tổng giá trị mua lại trong tháng, đạt 92,7 nghìn tỷ đồng (2,4x svtt, +74% svck).

Trong Q2/26, giá trị mua lại trước hạn TPDNRL theo đó tăng mạnh, đạt gần 170 nghìn tỷ đồng (+74% svck) (Hình 31). Trong đó, nhóm Ngân hàng chiếm tỷ trọng áp đảo với hơn 158 nghìn tỷ đồng (2,3x svck), trong khi nhóm BĐS đạt 405 tỷ đồng (-75% svck). Hai nhóm ngành này lần lượt chiếm 93,5% và 2,4% tổng giá trị mua lại trước hạn trong quý.

Hình 30: Giá trị mua lại trước hạn TPDNRL theo tháng

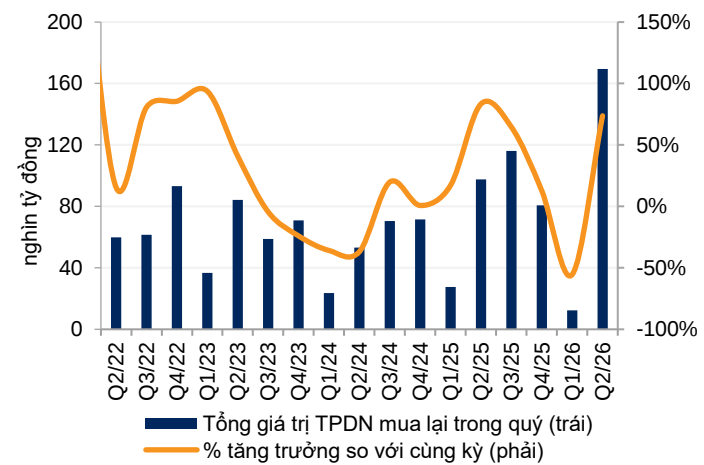
Giá trị TPDN mua lại trước hạn T6/26 đạt 98,5 nghìn tỷ đồng (+55% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 31: Giá trị mua lại trước hạn TPDNRL theo quý

Giá trị TPDN mua lại trước hạn Q2/26 đạt 170 nghìn tỷ đồng (+74% svck)

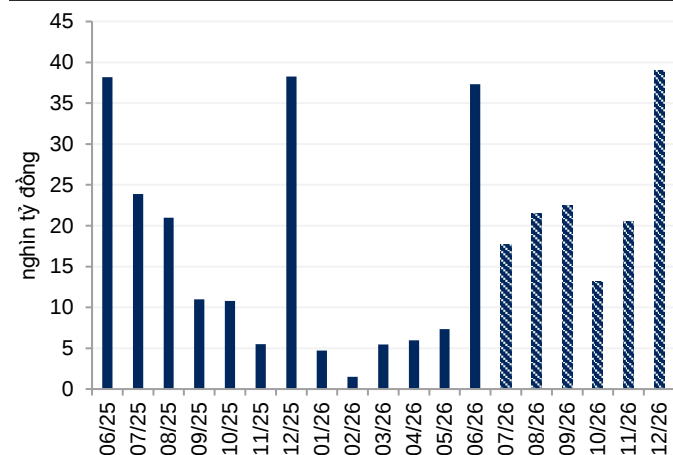


Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi ước tính khoảng 17,7 nghìn tỷ đồng giá trị TPDNRL sẽ đáo hạn trong tháng 7/2026, (-53% svtt), trong đó nhóm Ngân hàng tiếp tục chiếm khoảng 95% tổng giá trị đáo hạn (ước tính khoảng 16,8 nghìn tỷ đồng). Theo quý, áp lực đáo hạn dự kiến vẫn duy trì ở mức tương đối cao (Q3/26: khoảng 61 nghìn tỷ đồng; Q4/26: khoảng 72,7 nghìn tỷ đồng).

Hình 32: Giá trị TPDN đáo hạn mua lại theo tháng

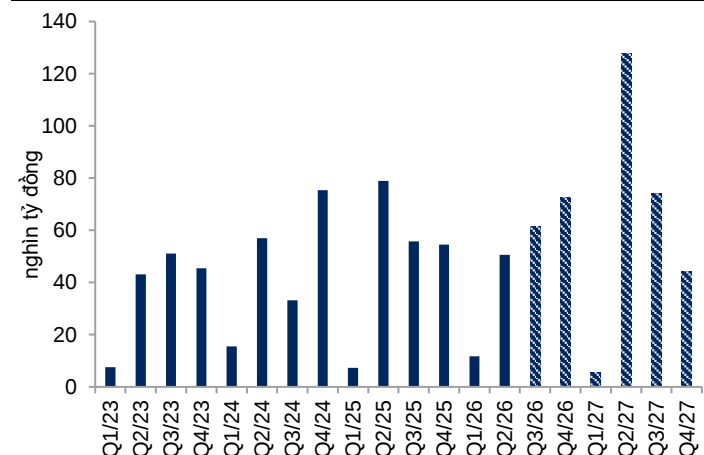
Giá trị TPDN đáo hạn T6/26 đạt 37,3 nghìn tỷ đồng (-2,2% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 33: Giá trị TPDN đáo hạn mua lại theo quý

Giá trị TPDN đáo hạn Q2/26 đạt 50,6 nghìn tỷ đồng (-36% svck)



Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

Hình 34: Danh sách các đợt phát hành TPDN giá trị lớn trong 6T26

STT	Tên doanh nghiệp	Ngành nghề	Ngày phát hành	Tổng giá trị phát hành (tỷ đồng)	Kỳ hạn (năm)	Lãi suất phát hành (năm)
1	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	25/06/2026	15,000.0	2	12.0%
2	BAB - Ngân hàng Thương mại Cổ Phần Bắc Á	Ngân hàng	24/06/2026	1,800.0	2	8.5%
3	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	22/06/2026	2,000.0	3	8.6%
4	LPB - Ngân hàng Thương mại Cổ phần Lộc Phát Việt Nam (tên cũ: LPB)	Ngân hàng	19/06/2026	2,990.0	7	8.5%
5	CGTC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐÔ THỊ DU LỊCH CẦN GIỜ	Bất động sản	24/06/2026	2,500.0	3	12.5%
6	VPB - NH TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	Ngân hàng	25/06/2026	1,500.0	3	8.7%
7	MSFC - Công ty Tài chính tín dụng tiêu dùng TNHH MB Shinsei	Bất động sản	20/05/2026	1,500.0	6	11.5%
8	OCB - Ngân hàng TMCP Phương Đông	Bất động sản	22/06/2026	2,000.0	2	8.0%
9	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	20/06/2026	2,000.0	3	12.5%
10	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	20/06/2026	2,000.0	3	12.5%
11	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	05/06/2026	3,000.0	3	8.5%
12	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	05/06/2026	1,500.0	2	8.4%
13	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	04/06/2026	3,000.0	3	8.4%
14	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	04/06/2026	1,500.0	2	8.4%
15	TSOC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG THÁI SƠN	Bất động sản	03/06/2026	2,000.0	3	12.5%
16	VPL - CTCP VINPEARL	Bất động sản	03/06/2026	4,907.0	5	12.0%
17	BAB - Ngân hàng Thương mại Cổ Phần Bắc Á	Ngân hàng	28/05/2026	2,000.0	3	8.6%
18	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	28/05/2026	1,500.0	10	8.2%
19	TSOC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG THÁI SƠN	Bất động sản	29/05/2026	2,000.0	3	12.5%
20	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	28/05/2026	3,000.0	3	12.5%
21	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	27/05/2026	3,500.0	3	8.4%
22	TSOC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG THÁI SƠN	Bất động sản	15/05/2026	2,000.0	3	12.5%
23	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	22/05/2026	2,000.0	3	8.4%
24	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	11/05/2026	2,000.0	3	12.5%
25	TREC - CÔNG TY CỔ PHẦN NĂNG LƯỢNG TÁI TẠO TRUNG NAM	Sản xuất	18/05/2026	1,930.0	4	10.7%
26	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	21/05/2026	3,000.0	3	8.3%
27	MSB - Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam	Ngân hàng	20/05/2026	2,000.0	3	8.5%
28	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	18/05/2026	2,000.0	3	8.4%
29	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	12/05/2026	3,500.0	10	8.2%
30	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	11/05/2026	2,000.0	3	12.5%
31	TSOC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ XÂY DỰNG THÁI SƠN	Bất động sản	06/05/2026	2,000.0	3	12.5%
32	HAG - Công ty cổ phần Hoàng Anh Gia Lai	Sản xuất	29/04/2026	2,000.0	3	10.5%
33	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	28/04/2026	3,000.0	3	8.9%
34	MADC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BĐS MINH HẠ	Bất động sản	23/04/2026	6,200.0	3	10.5%
35	MADC - CÔNG TY CỔ PHẦN ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BĐS MINH HẠ	Bất động sản	23/04/2026	1,300.0	1	10.0%
36	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	24/04/2026	2,000.0	3	8.6%
37	TCB - Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	Ngân hàng	24/04/2026	2,500.0	3	8.7%
38	OCB - Ngân hàng TMCP Phương Đông	Ngân hàng	28/04/2026	1,900.0	3	8.6%
39	MSB - Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam	Ngân hàng	22/04/2026	2,000.0	3	8.4%
40	BAB - Ngân hàng Thương mại Cổ Phần Bắc Á	Ngân hàng	21/04/2026	2,000.0	2	8.4%
41	LOCC - Công ty Cổ phần Thương mại Xuất nhập khẩu Tam Tài Lộc	Bất động sản	23/04/2026	5,700.0	1	10.0%
42	MBB - NGÂN HÀNG TMCP QUÂN ĐỘI	Ngân hàng	22/04/2026	1,200.0	7	8.0%
43	PCCC - Công ty Trách Nhiệm Hữu Hạn Xây dựng dân dụng PQ	Bất động sản	31/03/2026	1,500.0	3	10.5%
44	VHM - CTCP VINHOMES	Bất động sản	13/04/2026	6,000.0	3	12.5%
45	NTJC - Công ty Cổ phần Thời Đại Mới T&T	Bất động sản	31/03/2026	8,000.0	4	10.5%
46	PDAC - Công ty TNHH Đầu tư và phát triển bất động sản Phát Đạt	Bất động sản	26/03/2026	2,000.0	2	11.0%
47	PDAC - Công ty TNHH Đầu tư và phát triển bất động sản Phát Đạt	Bất động sản	26/03/2026	3,600.0	1	11.0%
48	MARC - Công ty TNHH Đầu tư Marina Center	Bất động sản	20/03/2026	10,195.5	10	4.0%

Nguồn: HNX, VNDIRECT RESEARCH

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

Định nghĩa:

KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 12 tháng tới.

TRUNG LẬP Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% trong vòng 12 tháng tới

KÉM KHẢ QUAN Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10% trong vòng 12 tháng tới.

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

Định nghĩa:

TÍCH CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG TÍNH Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TIÊU CỰC Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Hoàng Việt Phương – Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư

Email: phuong.hoangviet@vndirect.com.vn

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

Email: hinh.dinhquang@vndirect.com.vn

Phạm An Vy – Chuyên viên Phân tích

Email: vy.phaman@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

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