



BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ TRÁI PHIẾU VIỆT NAM 03/2026

**LÃI SUẤT – TỶ GIÁ VÀ
BÀI TOÁN THANH KHOẢN**

Bùi Duy Khoa

Macro Analyst

khoa.bd@vdsc.com.vn

Võ Nguyễn Vũ Toàn

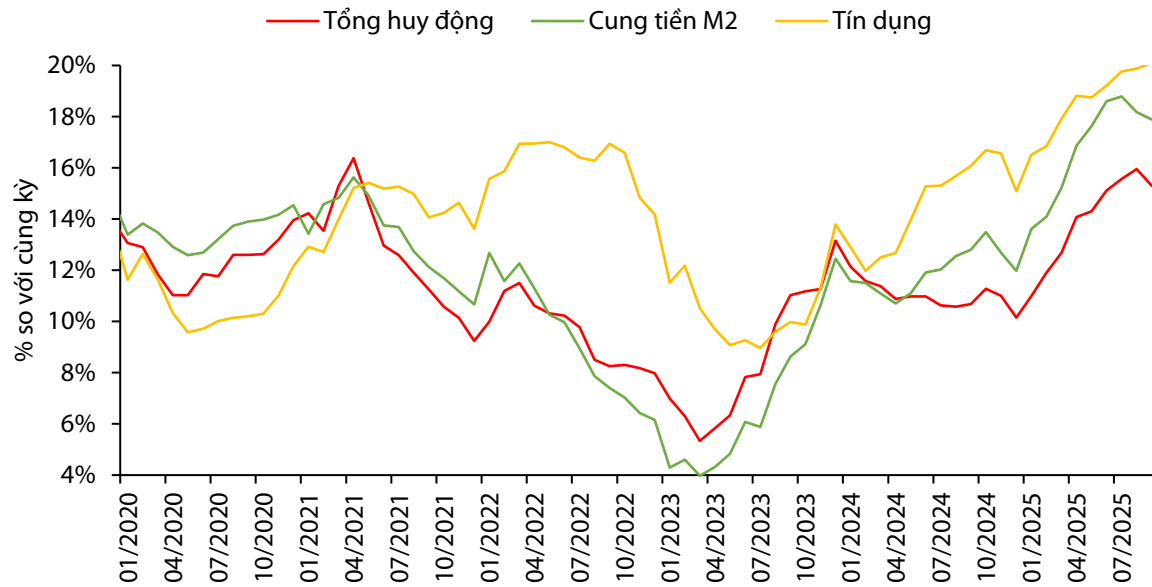
Macro Analyst

toan.vnv@vdsc.com.vn



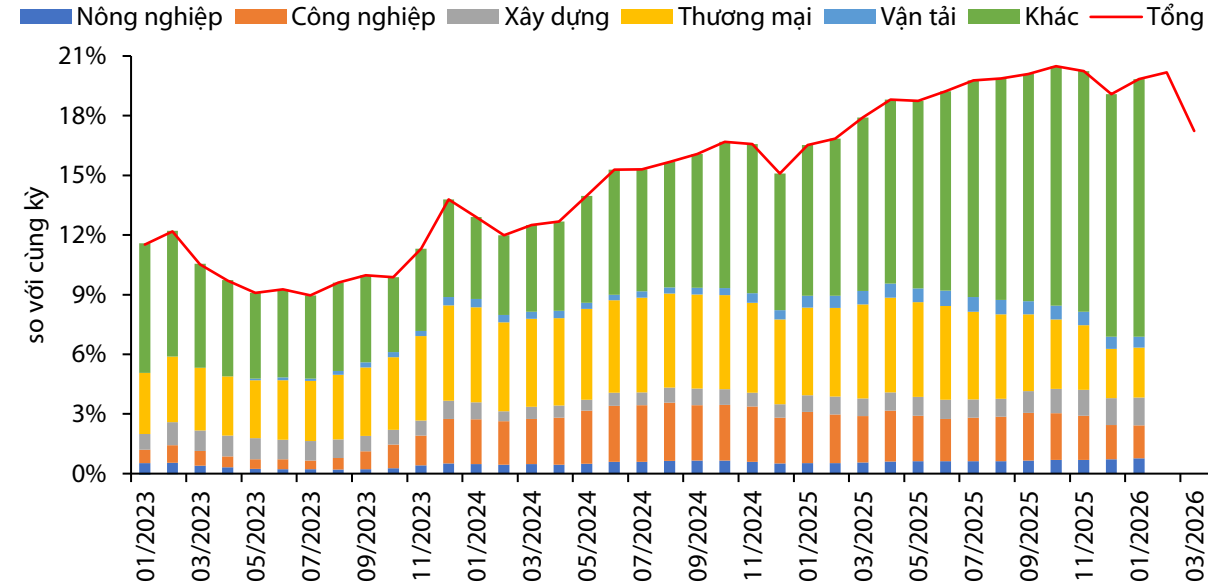
- Lãi suất VND ở mức cao như hiện tại do bị chi phối bởi các ràng buộc về **mục tiêu chính sách tiền tệ, cấu trúc hệ thống và giới hạn bảng cân đối** (bao gồm chênh lệch huy động – tín dụng, vấn đề này đã tích tụ qua nhiều năm).
 - Ràng buộc xuất phát từ cấp độ vĩ mô. **Khi ổn định tỷ giá được đặt làm mục tiêu ưu tiên**, dư địa duy trì thanh khoản dồi dào và mặt bằng lãi suất thấp bị thu hẹp đáng kể. Nói cách khác, mặt bằng lãi suất hiện tại là hệ quả trực tiếp của lựa chọn ổn định tỷ giá. Từ lựa chọn chính sách này, áp lực truyền trực tiếp xuống hệ thống ngân hàng thông qua bảng cân đối. Trong điều kiện thanh khoản không thể được nới lỏng đáng kể do ràng buộc tỷ giá, hệ thống không thể bổ sung thanh khoản ở quy mô đủ lớn và kỳ hạn phù hợp để bù đắp khoảng thiếu hụt này. **Khi bảng cân đối đã tiệm cận giới hạn, các ngân hàng không thể mở rộng tài sản nếu không huy động thêm vốn ổn định**, buộc phải cạnh tranh mạnh hơn để thu hút tiền gửi (gồm core funding và non-core funding). Chính cơ chế này đẩy chi phí vốn tăng lên vì nhu cầu funding vượt quá khả năng cung ứng trong một hệ thống không thể nới lỏng.
 - Trước diễn biến phức tạp trên thị trường tiền tệ, NHNN đã thực hiện các nghiệp vụ điều tiết trên thị trường mở (OMO) hoặc công cụ bán ngoại tệ kỳ hạn (USD forward) nhằm hỗ trợ hệ thống. Tuy nhiên, tính hiệu quả của các công cụ này chưa được như kỳ vọng, ví dụ **bán USD forward trở thành điểm khởi đầu của áp lực chi phí vốn**. Việc bán forward giúp giảm áp lực tỷ giá trong ngắn hạn, nhưng đồng thời tạo ra nghĩa vụ thanh toán VND trong tương lai, khiến nhu cầu funding không chỉ xuất hiện tại thời điểm đáo hạn mà lan ngược về hiện tại làm mặt bằng lãi suất tiếp tục nóng lên (và cũng không giải quyết được vấn đề thanh khoản).
 - Thời gian đến, áp lực lên tỷ giá vẫn chịu các tác động chính, bao gồm: việc giá dầu thế giới tăng mạnh do xung đột tại Trung Đông là yếu tố thúc đẩy đà tăng của đồng USD. Thêm vào đó, đồng USD được hỗ trợ bởi kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục trì hoãn việc giảm lãi suất và thặng dư thương mại thu hẹp. Ngoài ra, việc NHNN hỗ trợ để hệ thống ngân hàng “hạ” lãi suất thông qua các công cụ như bơm thanh khoản ra hệ thống để kéo lãi suất thị trường 2 xuống; Bơm tiền thông qua tái cấp vốn, song song với đó, KBNN có thể hỗ trợ bằng tăng giải ngân và tăng tiền gửi hỗ trợ hệ thống. Nếu như các hoạt động này được diễn ra cùng lúc sẽ gây áp lực lên tỷ giá rất lớn (**đặc biệt là khi tỷ giá đã và đang chịu áp lực từ các vấn đề khác từ việc các lớp buffer ngoại hối hệ thống yếu, áp lực ngược từ gap vàng**) và dù swap đang dương nhưng tỷ giá vẫn tăng - USD liquidity premium cao.
- Lợi suất TPCP tiếp tục có xu hướng nhích tăng, dù biên độ tăng vẫn tương đối nhỏ và diễn ra khá từ tốn. Diễn biến này phần nào phản ánh trạng thái dòng tiền trong hệ thống chưa thực sự ổn định. Nhà đầu tư (bao gồm các ngân hàng) có xu hướng đòi hỏi mức lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro thanh khoản trong bối cảnh thị trường biến động, tuy nhiên, nhà phát hành với các nguyên tắc cân đối ngân sách sẽ hạn chế phát hành để không phải trả lợi suất (yield) cao. **Việc Ngân hàng ưa thích thị trường thứ cấp hơn so với mua sơ cấp và BHXH nắm TPCP đến ngày đáo hạn cũng góp phần gây ra tình trạng thiếu collateral để thực hiện giao dịch OMO với NHNN như hiện tại.**
- Tính chung quý I/2026, tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đạt khoảng 12.000 tỷ đồng, cao gấp 6 lần so với cùng kỳ năm trước. Xu hướng phục hồi của hoạt động phát hành được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì trong các quý tới. Áp lực đáo hạn sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong các quý tiếp theo, với giá trị đáo hạn ước khoảng 53.000 tỷ đồng trong quý III và 62.000 tỷ đồng trong quý IV.
- Chính sách tiền tệ của Trung Quốc và Hoa Kỳ cần tiếp tục được theo dõi với những bước đi thận trọng và đa tín hiệu của hai NHTW có sự ảnh hưởng sâu rộng này.

Tăng trưởng tín dụng và cung tiền



Nguồn: NHNN, CTCK Rông Việt

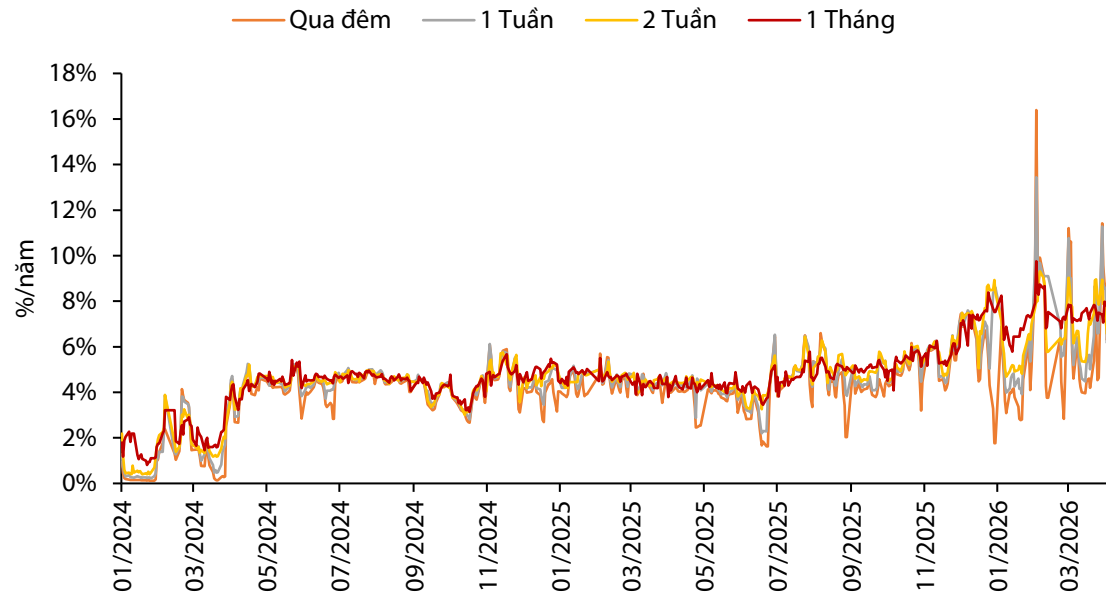
Tăng trưởng tín dụng theo ngành nghề



Nguồn: NHNN, CTCK Rông Việt

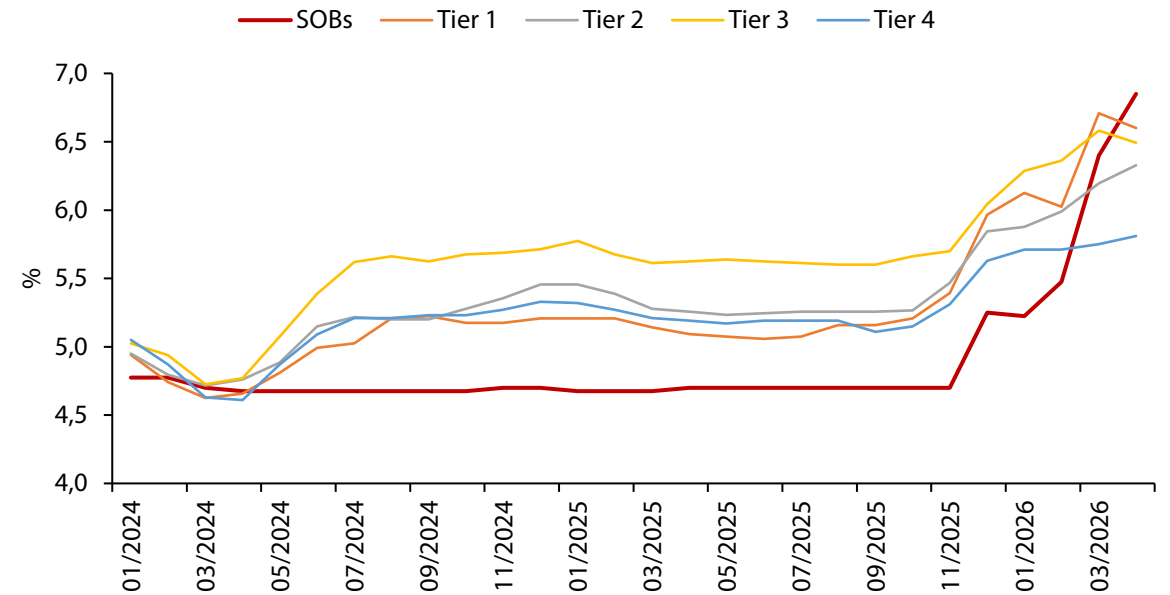
- Tính đến thời điểm ngày 31/3/2026, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt trên 19,18 triệu tỷ đồng, tăng 3,18% so với cuối năm 2025 (trong khi ngày 24/3, tín dụng toàn hệ thống tăng 2,15%, như vậy chỉ trong 1 tuần cuối tháng 3, lượng tín dụng bơm vào nền kinh tế tăng khá mạnh). Huy động vốn của các tổ chức tín dụng tại ngày 24/3 tăng 0,44% (cùng thời điểm năm 2025 tăng 1,23%). Điều này cho thấy tín dụng tăng hơn 5 lần huy động.
- Tại thời điểm ngày 31/12/2025, dư nợ tín dụng đối với lĩnh vực bất động sản của các tổ chức tín dụng đạt khoảng 4,74 triệu tỷ đồng, tăng 36,24% so với 31/12/2024, và chiếm 25,53% tổng dư nợ toàn hệ thống. Điều này cho thấy vai trò quan trọng BĐS trong hoạt động tín dụng của hệ thống ngân hàng.
- Chính việc tăng trưởng tín dụng quá mạnh trong giai đoạn vừa qua khiến thị trường tiền tệ rơi vào trạng thái căng thẳng thanh khoản khi mà LDR thị trường $1 > 100$ hay ngân hàng đã phải sử dụng các nguồn có COF đầu vào cao hơn) để tiếp tục mở rộng bảng cân đối.
- Ngoài ra, các nguồn huy động truyền thống (core funding) như tiền gửi từ dân cư/tổ chức kinh tế cũng khó khăn hơn do: ảnh hưởng từ xu hướng giá vàng tăng; vấn đề bội thu ngân sách từ thay đổi các chính sách thuế (tác động là chuyển tiền gửi từ dân cư thành tiền gửi KBNN tại các NHTMCP Nhà nước).

Lãi suất cho vay qua đêm VND trên thị trường liên ngân hàng



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

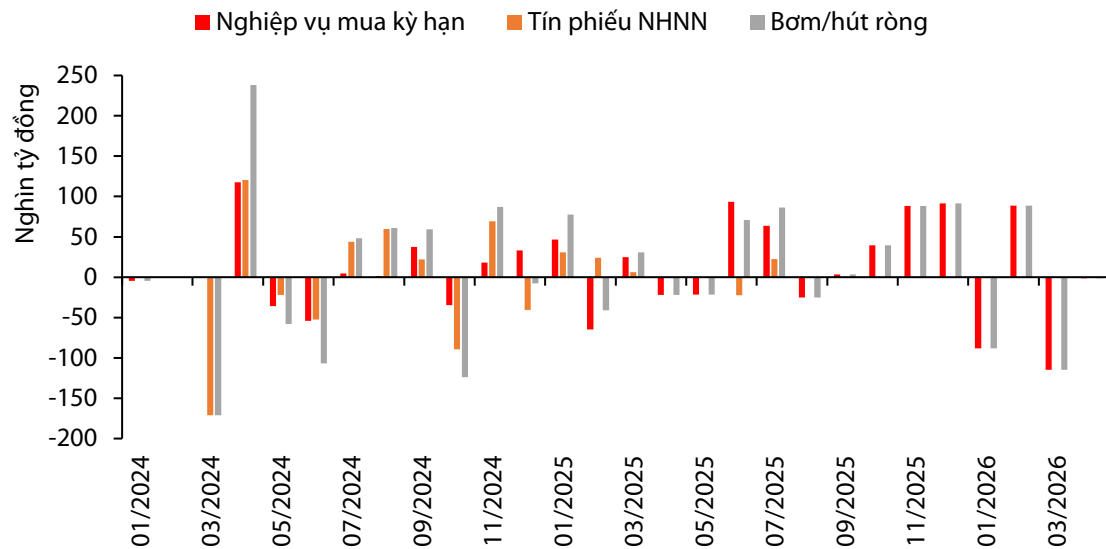
Diễn biến lãi suất huy động NHTMCP theo nhóm



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

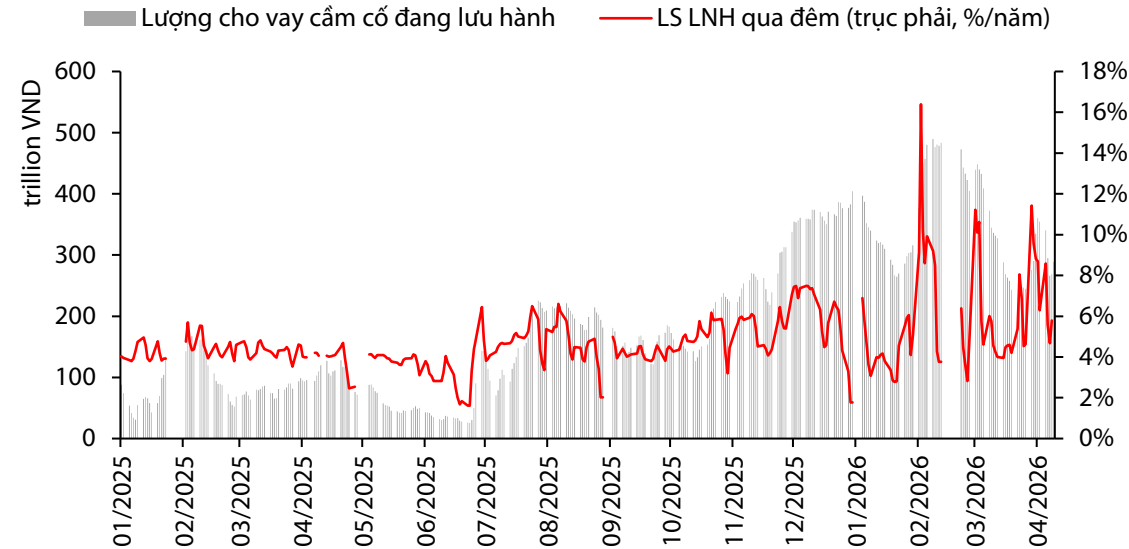
- Trên thị trường 1, mặt bằng lãi suất huy động trong tháng 3 ghi nhận xu hướng tăng mạnh tại một số ngân hàng. Đặc biệt là tuần từ ngày 23 - 27/3 là tuần tăng lãi suất huy động mạnh nhất kể từ giữa tháng 12/2025 với đà tăng trải đều ở cả ngân hàng lớn, nhỏ cũng như ngân hàng nước ngoài. Trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của nhóm NH Tier 1 đến cuối T3 ở mức 7,95%; trong khi lãi suất của nhóm các NH Tier 2 ở mức 8,19%. Qua đó, kéo trung bình lãi suất kỳ hạn 12T của các NHTM lên mức 8,07%.
- Lãi suất huy động cao đến từ việc mở rộng tín dụng quá nhanh nhưng không kèm hiệu quả tín dụng (phần nào thể hiện lên credit impulse) và **đi vào các tài sản có vòng đời dài (duration cao) hay vòng quay chậm khiến tốc độ quay trong hệ thống giảm đi cũng như góp phần tạo ra mất cân đối Asset-Liability về cả kỳ hạn lẫn thanh khoản**. Tình trạng này dẫn đến nguồn non-core funding **từ thị trường 2 (khiến COF đầu vào biến động theo ngày) và M3 (như GTCG)** trở nên quan trọng trong bối cảnh nguồn core funding ngày càng khó huy động (các nguồn này khiến COF đầu vào cao hơn do funding shortage -vấn đề funding mang tính cấu trúc).
- Trên thị trường 2, lãi suất qua đêm duy trì đà giảm khá ổn định trong nửa đầu tháng 3 khi giảm từ mức 10,5% ở đầu tháng về 3,7% vào ngày 16/3. Tuy nhiên, đã nhanh chóng quay đầu tăng trở lại lên mức 9,3% vào ngày 30/3 (+4,7 điểm phần trăm so với cuối T2) khi áp lực thanh khoản gia tăng sau chuỗi hút ròng OMO của NHNN. Trong khi đó, lãi suất các kỳ hạn 1 tháng – 6 tháng tăng nhẹ hơn khi nhích khoảng 0,2 – 0,3 điểm phần trăm, dao động ở mức 7,6% - 7,9%

Diễn biến bơm/hút ròng của NHNN trong năm 2026



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Quy mô cho vay cầm cố và lãi suất cho vay LNH qua đêm



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

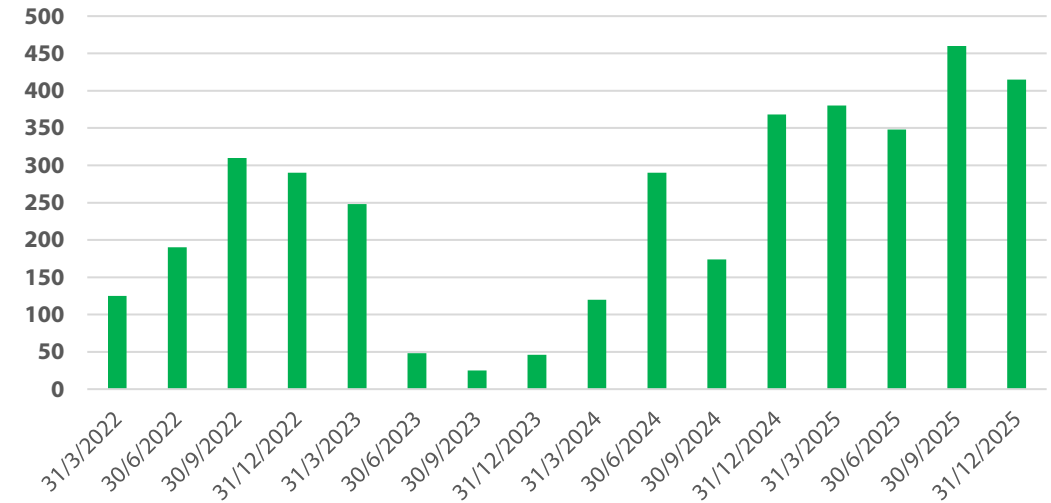
- Kể từ sau Tết nguyên đán, NHNN có xu hướng đẩy mạnh hoạt động hút ròng trong bối cảnh áp lực thanh khoản hạ nhiệt khi các yếu tố mùa vụ qua đi. Cụ thể, trong T3, NHNN bơm gần 491,3 nghìn tỷ đồng qua kênh OMO, kỳ hạn 7 – 56 ngày và lãi suất 4,5%. Trong khi đó, lượng OMO đáo hạn đạt hơn 605,8 nghìn tỷ đồng. Theo đó, NHNN đã hút ròng gần 114,6 nghìn tỷ đồng trong kỳ – đánh dấu mức hút ròng theo tháng lớn nhất kể từ T10/2024. Qua đó đưa lượng OMO lưu hành trong hệ thống về mức hơn 290 nghìn tỷ đồng (-41% so với mức đỉnh thiết lập vào đầu T2).
- Tuy nhiên, việc bơm/hút ròng OMO của NHNN diễn ra khá “giật cục” và bị động vì NHNN thường sẽ thực hiện bơm mạnh khi lãi suất liên ngân hàng qua đêm neo cao và sau đó lại nhanh chóng hút về, điều này vô tình tạo ra những nhịp bơm/ hút không đều đặn, về lâu dài sẽ gây ảnh hưởng tiêu cực đến thanh khoản hệ thống (đặc biệt trong bối cảnh huy động khó khăn như hiện nay).
- Các vấn đề về sự cân bằng tỷ giá, sự giới hạn bảng cân đối ngân hàng và nhu cầu funding chưa được giải quyết thì điều tiết OMO chỉ giúp hạ nhiệt kỹ thuật mặt bằng lãi suất. Ngoài ra, các hạn chế về thanh khoản của thị trường trái phiếu sơ cấp cũng làm giảm tính linh hoạt của công cụ OMO.

Sự mất cân đối cơ cấu nguồn vốn – sử dụng vốn của hệ thống tổ chức tín dụng

Năm	2021	2022	2023	2024	2025	30/3/2026
Huy động vốn VND (%)	10,58	7,4	15,25	10,7	14,56	0,78
Tín dụng VND (%)	13,44	15,72	14,21	15,4	19,46	2,35
Tỷ lệ LDR VND (%)	94,96	102,33	101,4	105,71	110,2	111,94

Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt tổng hợp. Lưu ý: LDR trong bảng trên là LDR tính riêng cho VND không bao gồm các hoạt động FX swap

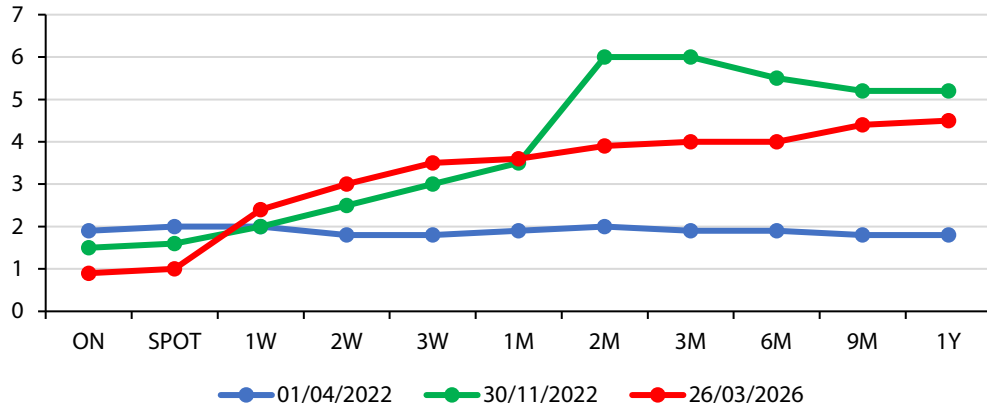
Tỷ lệ tiền gửi KBNN tại các NHTMCP Nhà nước (đvt: nghìn tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp.

- Để trả lời cho tiêu đề trên cần phân biệt giữa việc cung cấp thanh khoản và tiền (cash) cho hệ thống (thanh khoản thị trường 2). Nghiệp vụ điều tiết trên thị trường mở (OMO) hay hoán đổi ngoại tệ (FX swap) của NHNN **không giúp được hệ thống bớt căng thanh khoản** mà chỉ giúp ngân hàng “kéo dài đủ lâu để tự xoay thanh khoản”, bởi vì hệ thống không phải cứ có tiền là cho vay được mà còn phụ thuộc phần lớn vào **các ràng buộc tỷ lệ về mặt thanh khoản như LDR, LCR và SFL**.
- Các công cụ này không giải quyết được bất kỳ tỷ lệ nào trong bối cảnh mà LDR tại nhiều ngân hàng đã tiệm cận hoặc vượt ngưỡng an toàn (dự địa thanh khoản bị thu hẹp đáng kể) mà thay vào đó vấn đề mà NHNN giải quyết được là giúp thị trường 2 không bị căng thẳng quá mạnh và giúp hệ thống giữ bằng cân đối “sống sót” cho việc khác. Ngoài ra, đầu năm 2026, NHNN đã loại bỏ phần tỷ lệ TGKB ra khỏi LDR lại càng làm trầm trọng thêm vấn đề thanh khoản khi mà **thanh khoản hệ thống ngày càng lệ thuộc vào nguồn tiền gửi KBNN**.
- Quý 1 là giai đoạn cầu tiền và tiền mặt tăng mạnh khiến dù tiền vẫn còn có thể luân chuyển trong hệ thống nhưng lệch kỳ hạn và “nơi cần đến”, dẫn tới lãi suất tăng. **Tuy nhiên thì bản chất vẫn là nằm ở nội tại của hệ thống** khi chưa giải quyết được vấn đề cân đối để có thể giảm lãi suất nên **yếu tố mùa vụ chỉ mang tính khuếch đại ngắn hạn, không phải nguyên nhân gốc**.
- Do đó, Hệ thống đang bước sang pha COF cao hơn do mất cân đối cấu trúc nguồn vốn, trong bối cảnh tín dụng cần tăng trưởng chứ không phải đơn thuần là yếu tố mùa vụ. **Vì vậy, trong trường hợp các vấn đề cân đối cấu trúc không được cải thiện, mặt bằng lãi suất nhiều khả năng chỉ hạ nhiệt kỹ thuật** (dù có tác động của điều tiết OMO) thay vì giảm bền vững (dù NHNN có yêu cầu các NHTMCP đồng thuận giảm lãi suất huy động tiền gửi mới từ 0,5-1%).

Đường cong hoán đổi lãi suất VND – USD (%)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

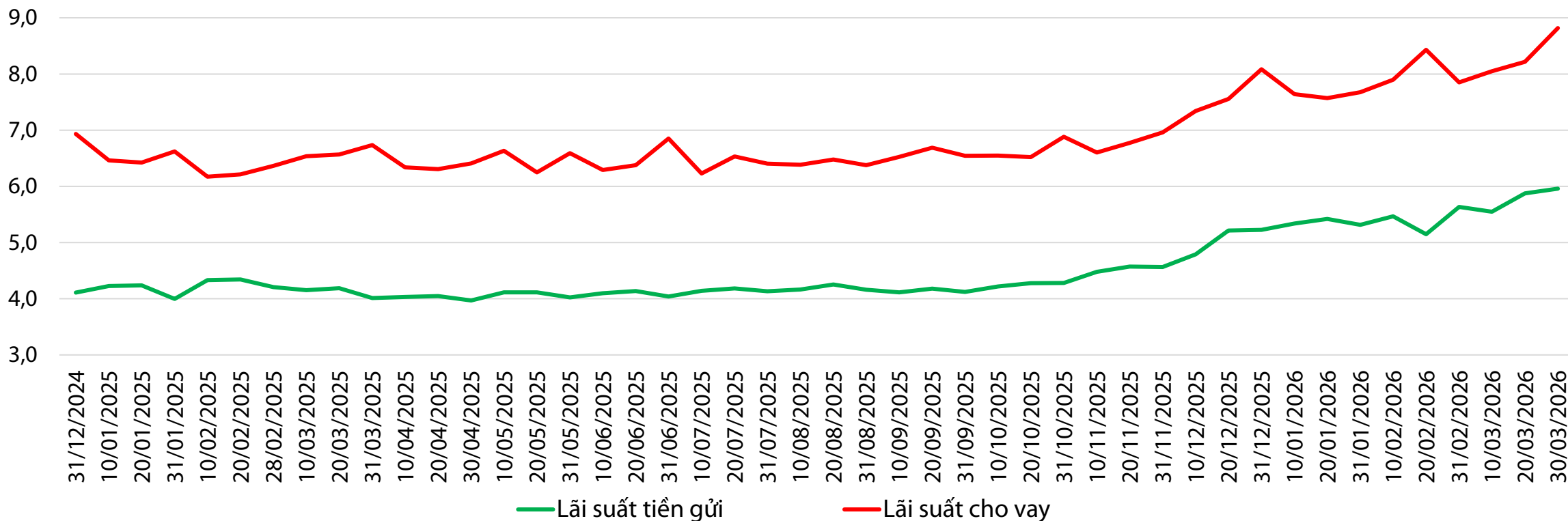
Lãi suất liên ngân hàng

	Qua đêm (ON)	1 tuần	1 tháng	3 tháng
30/01/2026	5,40	6,80	7,30	7,30
27/02/2026	4,60	7,20	7,40	7,80
31/3/2026	6,55	7,35	8,00	8,10

Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Lãi suất VND ở mức cao như hiện tại do bị chi phối bởi các ràng buộc về **mục tiêu chính sách, cấu trúc hệ thống và giới hạn bảng cân đối**.
- Ràng buộc xuất phát từ cấp độ vĩ mô. Với dự trữ ngoại hối khoảng 83.6 tỷ USD (số liệu tháng 12/2025) và chênh lệch lãi suất USD-VND ở mức cao (NHNN duy trì swap dương – tiệm cận mức thời điểm khủng hoảng thanh khoản năm 2022), việc nới lỏng tiền tệ có thể tạo áp lực lên tỷ giá và dòng vốn, khiến NHNN khó theo đuổi đồng thời mục tiêu ổn định tỷ giá và mặt bằng lãi suất thấp. **Khi tỷ giá được đặt làm mục tiêu ưu tiên**, dự địa duy trì thanh khoản dồi dào và mặt bằng lãi suất thấp bị thu hẹp đáng kể. Nói cách khác, mặt bằng lãi suất hiện tại là hệ quả trực tiếp của lựa chọn ổn định tỷ giá.
- Từ lựa chọn chính sách này, áp lực truyền trực tiếp xuống hệ thống ngân hàng thông qua bảng cân đối. Trong điều kiện thanh khoản không thể được nới lỏng đáng kể do ràng buộc tỷ giá, **hệ thống không thể bổ sung thanh khoản ở quy mô đủ lớn và kỳ hạn phù hợp để bù đắp khoảng thiếu hụt này**. Khi bảng cân đối đã tiệm cận giới hạn, các ngân hàng không thể mở rộng tài sản nếu không huy động thêm vốn ổn định, **buộc phải cạnh tranh mạnh hơn để thu hút tiền gửi (bao gồm nguồn vốn truyền thống và phi truyền thống)**. Chính cơ chế này đẩy chi phí vốn tăng lên vì nhu cầu funding vượt quá khả năng cung ứng trong một hệ thống không thể nới lỏng.
- Trong bối cảnh đó, các giao dịch NHNN bán USD forward trở thành điểm khởi đầu của áp lực chi phí vốn**. Việc bán forward giúp giảm áp lực tỷ giá trong ngắn hạn, nhưng đồng thời tạo ra nghĩa vụ thanh toán VND trong tương lai. Nghĩa vụ này buộc các ngân hàng phải chủ động đảm bảo nguồn funding từ sớm, khiến nhu cầu funding không chỉ xuất hiện tại thời điểm đáo hạn mà lan ngược về hiện tại. Áp lực này trước hết phản ánh trên TT2. Nhu cầu cân đối thanh khoản ngắn hạn gia tăng khiến lãi suất ngắn hạn không còn duy trì ở mức thấp trước đó. Tuy nhiên, do funding theo kỳ hạn không được đảm bảo, đường cong nhanh chóng dốc lên khi chuyển sang các kỳ hạn dài hơn. Từ đó, áp lực lan sang TT1.
- Khi chính sách tiền tệ bị ràng buộc bởi mục tiêu ổn định tỷ giá, bảng cân đối ngân hàng tiệm cận giới hạn do tăng trưởng tín dụng vượt huy động**, và các nghĩa vụ từ giao dịch USD forward tạo ra các điểm rút thanh khoản theo kỳ hạn trong tương lai, lãi suất không còn vận động theo điều kiện thanh khoản ngắn hạn mà bị chi phối bởi các ràng buộc mang tính cấu trúc.
- Trong trạng thái đó, **lãi suất VND không phản ánh sự thiếu hụt tiền tức thời mà phản ánh chi phí duy trì cân bằng giữa tỷ giá, bảng cân đối và nhu cầu funding tích lũy theo thời gian**, và khi các ràng buộc này chưa được tháo gỡ, mặt bằng lãi suất buộc phải duy trì ở mức cao trong một giai đoạn kéo dài.

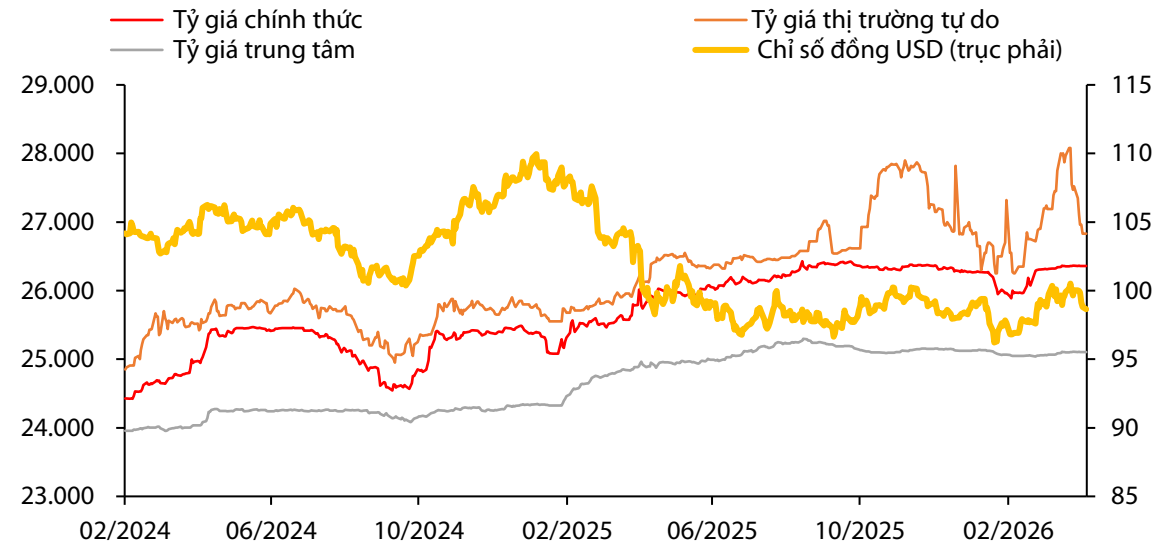
Diễn biến lãi suất tiền gửi và cho vay phát sinh mới từ đầu năm 2025 đến nay (%)



Nguồn: NHNN, CTCK Rông Việt tổng hợp

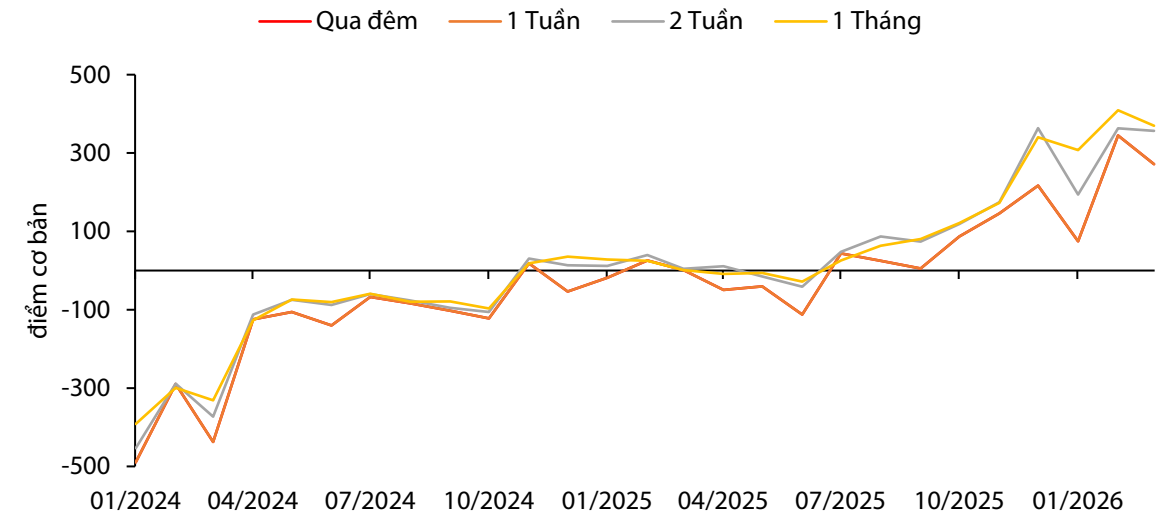
- Trong bối cảnh kinh tế vĩ mô khó lường, mặt bằng lãi suất tiền gửi và cho vay phát sinh mới tăng mạnh sau thời gian ổn định trong năm 2025. Mức lãi suất tiền gửi **phát sinh mới** của hệ thống TCTD đối với kỳ hạn từ 06 tháng trở lên đã tăng **2,09%/năm**. Trong đó, 02 tháng cuối năm 2025: **Tăng 1,27%/năm** và 03 tháng đầu năm 2026: **Tăng 0,82%/năm**.
- Như vậy, Lãi suất tiền gửi **phát sinh mới** đã tăng liên tục từ tháng 10/2025 đến nay, hình thành mặt bằng lãi suất tiền gửi ở mức cao.

Diễn biến tỷ giá USD/VND



Nguồn: Bloomberg, Fiinpro, CTCK Rồng Việt

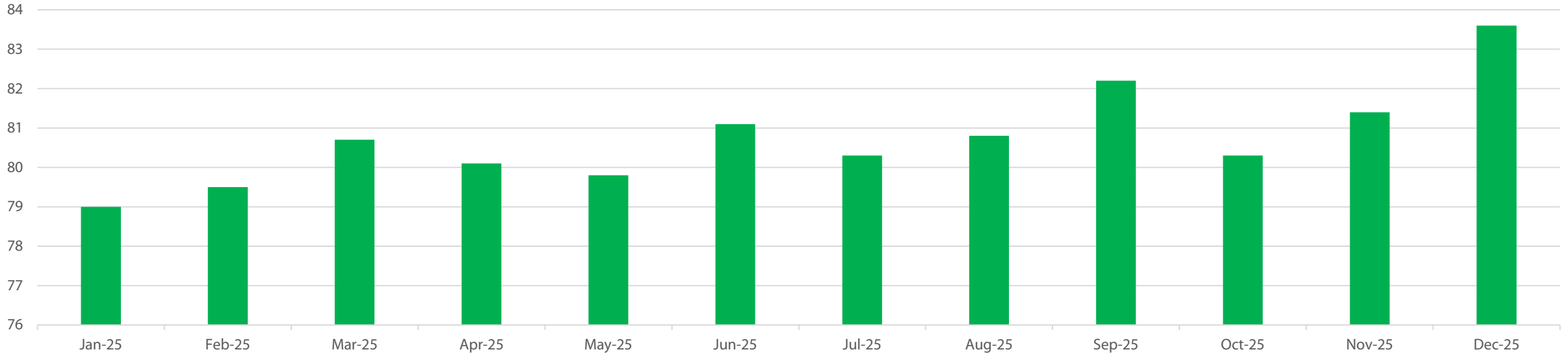
Chênh lệch lãi suất VND – USD



Nguồn: SBV, FiinPro, CTCK Rồng Việt

- Chỉ số DXY đã bật tăng 3% trong tháng (từ mức 97,2 vào cuối T2) lên mức 100,51 (+2,3% so với đầu năm) vào cuối T3. Qua đó, đánh dấu mức tăng theo tháng mạnh nhất kể từ T7/2025. Đà phục hồi mạnh mẽ diễn ra trong bối cảnh xung đột kéo dài tại Trung Đông làm gia tăng nguy cơ gián đoạn nguồn cung năng lượng. Giá dầu thế giới ngay từ đầu T3 đã nhanh chóng bật tăng, thậm chí có thời điểm chạm mức xấp xỉ 120 USD - cao nhất trong vòng 4 năm qua. Do đó, việc giá dầu (được định giá bằng USD) tăng mạnh là động lực chính thúc đẩy chỉ số DXY. Cùng với đó, việc giá dầu tăng mạnh cũng đã làm dấy lên lo ngại về lạm phát, khiến thị trường điều chỉnh kỳ vọng về lộ trình điều chỉnh lãi suất của Fed.
- Theo công cụ Fedwatch của CME, kỳ vọng của thị trường về việc Fed cắt giảm lãi suất trong năm nay gần như đã không còn khả thi, và lần giảm lãi suất tiếp theo được kỳ vọng sẽ diễn ra vào T10/2027. Trước đó, vào ngày 18/3 Fed đã quyết định giữ nguyên phạm vi lãi suất ở mức 3,5% - 3,75% trong bối cảnh áp lực lạm phát dai dẳng, và xung đột leo thang ở Trung Đông.
- Dưới áp lực phục hồi mạnh của đồng USD, tỷ giá trong nước tiếp tục gia tăng nhanh chóng trong T3. Cụ thể, tỷ giá liên NH đến cuối T3 tăng 1,1% so với tháng trước lên mức 26.345 VND/USD (+0,3% so với đầu năm). Tỷ giá trung tâm tăng nhẹ 0.2% so với tháng trước lên mức 25.102 VND/USD (-0,1% so với đầu năm). Trong khi đó, **tỷ giá tự do tăng mạnh 5,1% trong tháng, lập đỉnh lịch sử mới ở mức 28.055 VND/USD (+4,2% so với đầu năm)**. Ngoài ra, theo số liệu từ Cục Hải quan, trong nửa đầu tháng 3, cán cân thương mại hàng hóa tiếp tục thâm hụt ~0,53 tỷ USD, qua đó đưa mức nhập siêu lũy kế từ đầu năm đến ngày 15/3 lên mức 3,51 tỷ USD. Do đó, cũng góp phần gây áp lực lên tỷ giá

Biến động Dự trữ ngoại hối của Việt Nam trong năm 2025 (tỷ USD)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Các áp lực lên tỷ giá trong thời gian tới, bao gồm :

• **Áp lực từ bên ngoài hệ thống:**

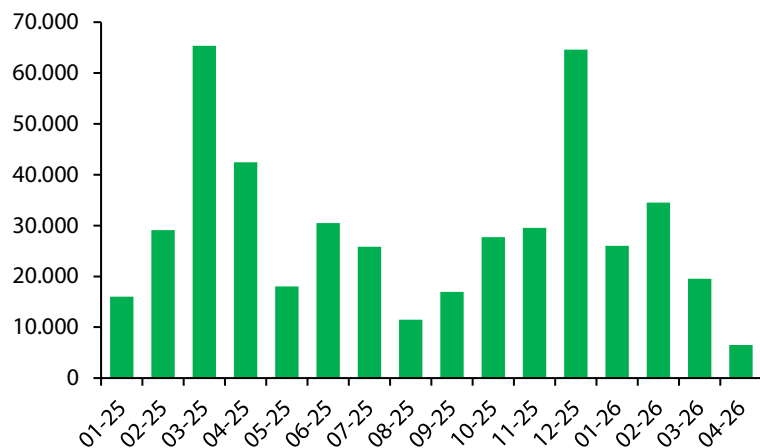
Việc giá dầu thế giới tăng mạnh do xung đột tại Trung Đông dự kiến sẽ tiếp tục là yếu tố thúc đẩy đà tăng của đồng USD, và tạo áp lực đáng kể lên tỷ giá USD/VND. Thêm vào đó, đồng USD cũng được hỗ trợ bởi kỳ vọng Fed sẽ tiếp tục trì hoãn việc giảm lãi suất. Thặng dư thương mại thu hẹp khi mức tăng trưởng nhập khẩu vẫn cao hơn đáng kể so với xuất khẩu nhằm phục vụ cho hoạt động sản xuất. Dù kim ngạch xuất khẩu được kỳ vọng sẽ tích cực hơn từ khoảng cuối Q2 khi bước vào mùa cao điểm, mức cải thiện của cán cân thương mại trong thời gian tới dự kiến sẽ khá khiêm tốn.

• **Áp lực từ bên trong hệ thống:**

Nhằm để hỗ trợ thanh khoản cho hệ thống, NHNN tiếp tục cố gắng bơm thanh khoản ra hệ thống để kéo lãi suất thị trường 2 xuống góp phần tạo COF đầu vào giảm đối với các NHTM sử dụng tiền thị trường 2 để cho vay ra (thực tế thì chưa chắc đủ lượng trái phiếu để bơm OMO mới liên tục mà chỉ có thể là roll lại- Phần TPCP sẽ giải thích kỹ hơn). Tiếp đó, NHNN có thể tiếp tục bơm tiền thông qua tái cấp vốn, song song với đó, KBNN có thể hỗ trợ bằng tăng giải ngân và tăng tiền gửi hỗ trợ hệ thống. **Nếu như các hoạt động này được diễn ra cùng lúc sẽ gây áp lực lên tỷ giá rất lớn** (đặc biệt là khi tỷ giá đã và đang chịu áp lực từ các vấn đề khác từ việc **các lớp buffer ngoại hối hệ thống yếu, áp lực ngược từ gap vàng**) dù swap đang dương nhưng tỷ giá vẫn tăng - USD liquidity premium cao. Nói cách khác, NHNN phải cân nhắc giữa mục tiêu ổn định tỷ giá và câu chuyện lãi suất.

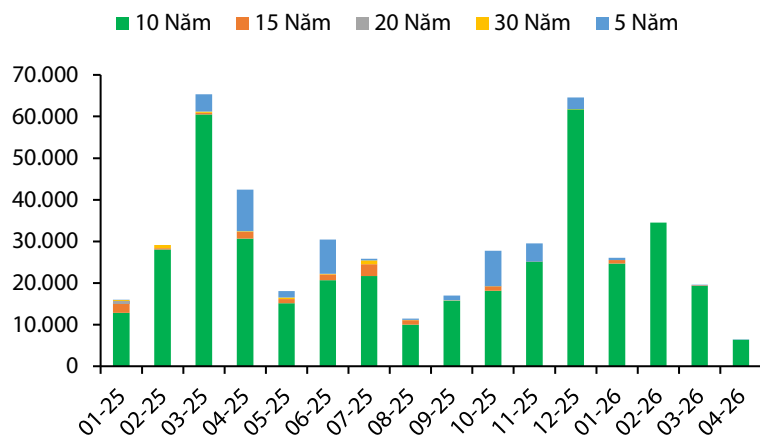
Theo đó, trong Q2.2026, tỷ giá USD/VND có thể dao động quanh mức 26.430 – 26.750 (tương ứng với mức tăng 0,5% - 1,8% sv đầu năm).

Giá trị phát hành TPCP theo tháng (tỷ đồng)



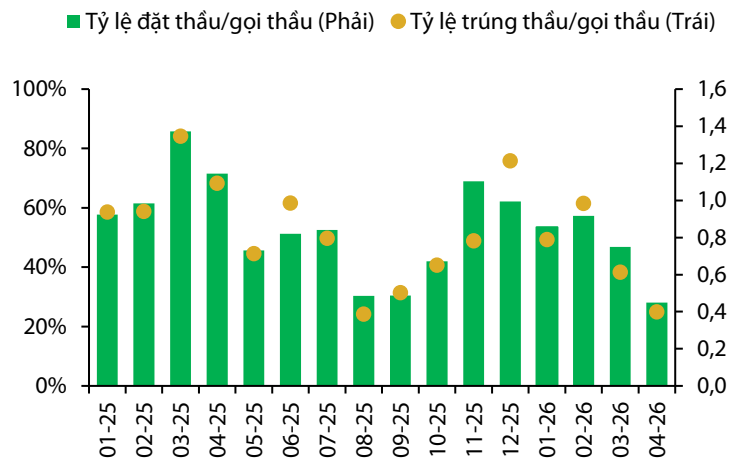
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành theo kỳ hạn (tỷ đồng)



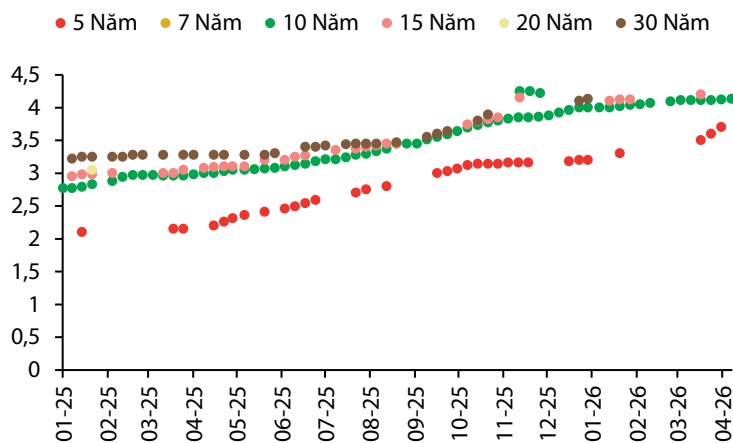
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Tỷ lệ đăng ký và tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

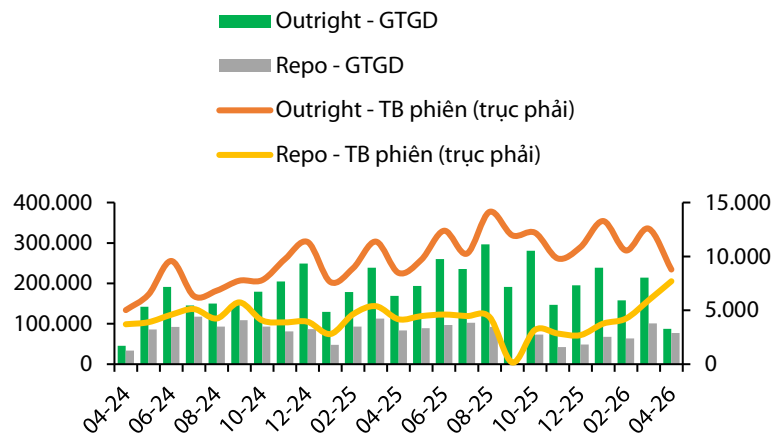
Lãi suất trúng thầu thị trường sơ cấp (%)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

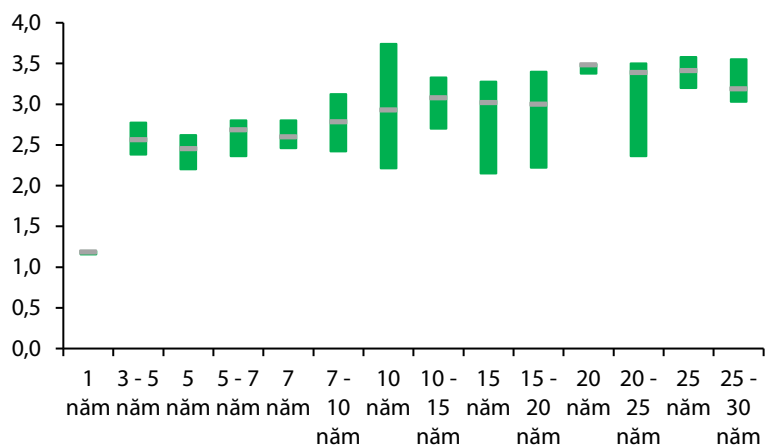
- Trong T3/2026, Kho bạc Nhà nước đã huy động thành công 19.560 tỷ đồng trái phiếu Chính phủ qua đấu thầu tại HNX, nâng tổng giá trị lũy kế từ đầu năm lên 80.101 tỷ đồng. Kết quả này tương ứng với việc hoàn thành 73% kế hoạch phát hành của quý 1 và đạt 16% chỉ tiêu huy động cả năm 2026 theo lộ trình đề ra. Thấp hơn rất nhiều cả về tỷ lệ và khối lượng năm 2025: Lũy kế 3 tháng đầu năm 2025, Kho bạc Nhà nước đã huy động 110.440 tỷ đồng qua đấu thầu trái phiếu chính phủ, đạt 99,5% kế hoạch phát hành quý I và 22,09% kế hoạch năm 2025
- Lợi suất TPCP tiếp tục có xu hướng nhích tăng, dù biên độ tăng vẫn tương đối nhỏ và diễn ra khá từ tốn.** Diễn biến này phần nào phản ánh trạng thái dòng tiền trong hệ thống chưa thực sự ổn định: dù nhu cầu nắm giữ tài sản an toàn như TPCP vẫn hiện hữu, nhà đầu tư có xu hướng đòi hỏi mức lợi suất cao hơn để bù đắp rủi ro thanh khoản trong bối cảnh thị trường biến động.
- Ở chiều đầu tư công, tiến độ giải ngân vẫn thấp so với yêu cầu hỗ trợ tăng trưởng. Các vướng mắc kéo dài từ khâu chuẩn bị đầu tư, giải phóng mặt bằng, cho đến giá nguyên vật liệu tăng do ảnh hưởng chiến sự Trung Đông. Đây là yếu tố cần theo dõi sát, bởi đầu tư công đang được kỳ vọng giữ vai trò trụ cột cho tăng trưởng năm 2026; nếu tốc độ giải ngân không cải thiện rõ rệt ngay từ quý II, hiệu ứng kích thích có thể bị trễ nhịp, qua đó làm giảm khả năng duy trì quỹ đạo tăng trưởng mục tiêu cho cả năm

Giá trị giao dịch TPCP (tỷ đồng)



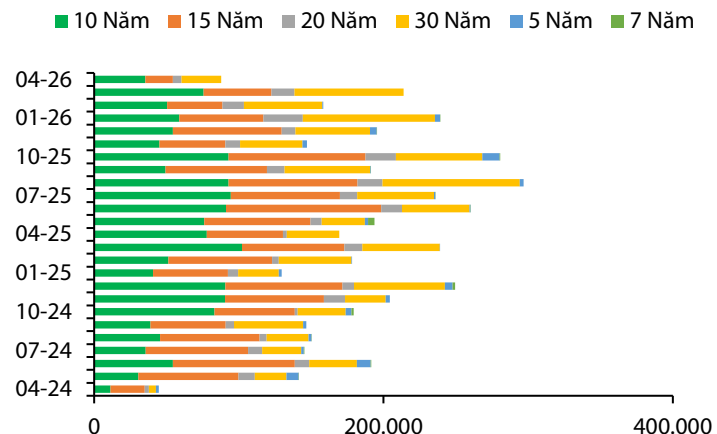
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Vùng lợi suất giao dịch theo kỳ hạn còn lại



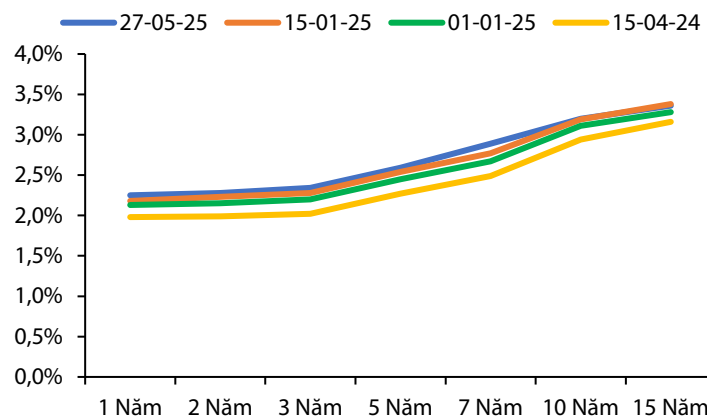
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị giao dịch theo kỳ hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Đường cong lợi suất



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Song song với hoạt động sơ cấp, thị trường thứ cấp cũng ghi nhận những chuyển động tích cực về cả quy mô lẫn tính thanh khoản. Tính đến thời điểm cuối tháng, tổng giá trị niêm yết trái phiếu Chính phủ đạt 2.622.179 tỷ đồng, tăng trưởng 0,75% so với tháng trước đó. Thanh khoản thị trường có sự bứt phá khi giá trị giao dịch bình quân đạt 17.129 tỷ đồng/phiên, ghi nhận mức tăng 14,91% so với tháng Hai.
- Trong cơ cấu giao dịch, phương thức giao dịch thông thường (Outright) tiếp tục đóng vai trò chủ đạo với tỷ trọng chiếm 73,79% tổng giá trị toàn thị trường, hình thức giao dịch mua bán lại (Repos) chiếm 26,21% còn lại.

Đấu thầu TPCP trên thị trường sơ cấp T3.2026

Kỳ hạn	Số phiên	Giá trị gọi thầu (tỷ VNĐ)	Giá trị đặt thầu (tỷ VNĐ)	Giá trị trúng thầu (tỷ VNĐ)	Tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu
5 Năm	3	3.000	740	140	4,67%
7 Năm	1	1000	200	0	0
10 Năm	4	44.000	36.080	19.320	43,91%
15 Năm	4	4.000	1.400	100	2,50%
20 Năm	3	1500	0	0	0
30 Năm	1	500	0	0	0,00%
Tổng	16	54.000	38.420	19.560	36,22%

Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

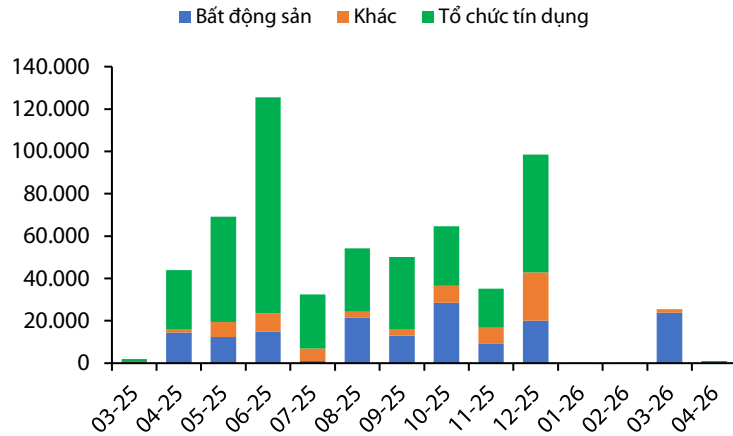
Sự thay đổi Yield (Yield curve shifts –YCS) của TPCP ở một số kỳ hạn

Kỳ hạn	YCS trong 1 tháng	YCS trong 6 tháng	YCS trong 1 năm
1 năm	0,13	0,474	1,06
3 năm	0,129	0,548	1,16
5 năm	0,251	0,946	1,649
10 năm	0,087	0,62	1,215
15 năm	0,082	0,631	1,122

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

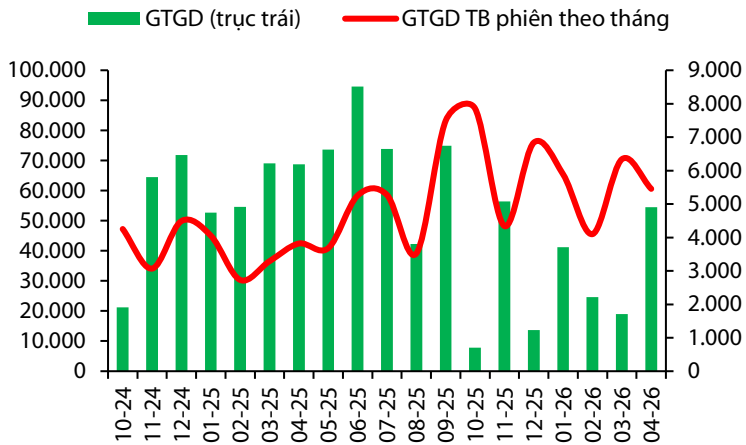
- Đầu tiên, nhu cầu của Ngân hàng với TPCP là luôn có vì đối với Ngân hàng, TPCP là tiền có thể đem đi repo và cũng không ảnh hưởng trực tiếp tới các tỷ lệ như LDR (nhưng sẽ ảnh hưởng gián tiếp qua việc phân phối tài sản làm thay đổi funding structure và thanh khoản tạm thời) hay LCR và đem lại lợi suất.
- Tuy nhiên bởi vì hầu hết huy động của Ngân hàng không phải nguồn dài nhưng trên thị trường sơ cấp, kỳ hạn chủ yếu với thanh khoản mạnh nhất là 10 năm và yield sẽ còn phụ thuộc vào COF hướng tới của Chính phủ (thường là minimize + manage rollover) và kế hoạch ổn định ngân sách trong tương lai (không muốn vay ở yield cao nên sẽ giảm khối lượng phát hành). Nên khối lượng phát hành còn thể hiện ý chí của nhà điều hành thay vì là tình hình thực tế của thị trường nên đối với Ngân hàng thì thị trường sơ cấp không phải là 1 lựa chọn hấp dẫn về mặt carry khi mặt bằng lãi suất lên cao và nếu hấp thụ trái phiếu dài hạn nhiều cũng sẽ gây ra rủi ro IRRBB (nếu như HTM) cũng như mismatch maturity trên cân đối.
- Vì vậy, Ngân hàng sẽ có nhu cầu lớn hơn với thị trường thứ cấp, dẫn tới thị trường này sẽ phản ánh rủi ro và thực tế thị trường tốt hơn so với sơ cấp (yield có xu hướng tăng khi thanh khoản kém do nhu cầu bán bond nếu không repo) cũng như sẽ flexible hơn với Ngân hàng khi có nhiều kỳ hạn hơn giúp Ngân hàng quản lý thanh khoản tốt hơn thay vì chỉ tập trung vào phát hành kỳ hạn 10Y trên thị trường sơ cấp (mua sơ cấp khi NH cần duration để quản trị bảng cân đối, cần collateral chuẩn hóa hay kỳ vọng lãi suất giảm trong tương lai). **Điều này khiến cho chênh lệch yield giữa sơ cấp và thứ cấp rõ nét hơn và yield của curve trên thị trường sơ cấp dù được coi là curve nội địa nhưng sẽ không phải là benchmark tốt vì tính truyền dẫn yếu sang TPDN và tín dụng).**
- Ngoài ra thì trên thị trường sơ cấp thì nguồn hấp thụ chính số lượng trái phiếu là BHXH do: (1) nghĩa vụ trả nợ dài hạn; (2) matching Asset-Liability và giảm reinvestment risk và (3) nhu cầu nắm giữ đến ngày đáo hạn (HTM). BHXH cũng bị hạn chế giao dịch trên thị trường thứ cấp khiến cho thanh khoản của các lô trái phiếu mới sẽ mất thời gian để có thanh khoản tốt hơn trên thị trường thứ cấp.
- **Việc Ngân hàng tham gia nhiều hơn vào thị trường thứ cấp hơn so với mua sơ cấp và việc BHXH nắm TPCP đến ngày đáo hạn góp phần gây ra tình trạng thiếu tài sản cầm cố thực hiện OMO (collateral) với NHNN như hiện tại.**

Giá trị phát hành TPDN theo tháng (tỷ đồng)



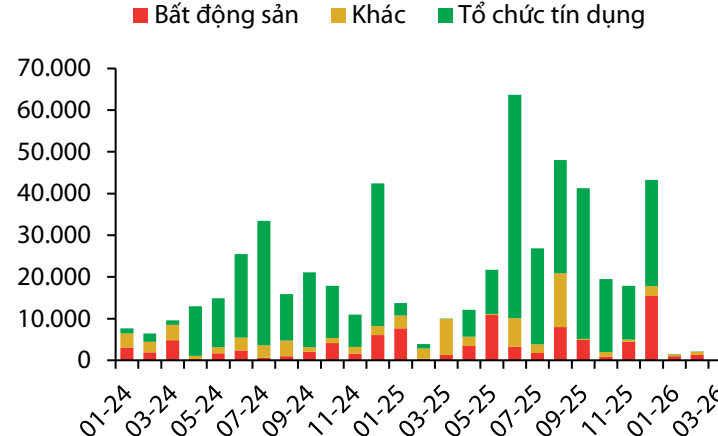
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Thanh khoản thị trường thứ cấp (tỷ đồng)



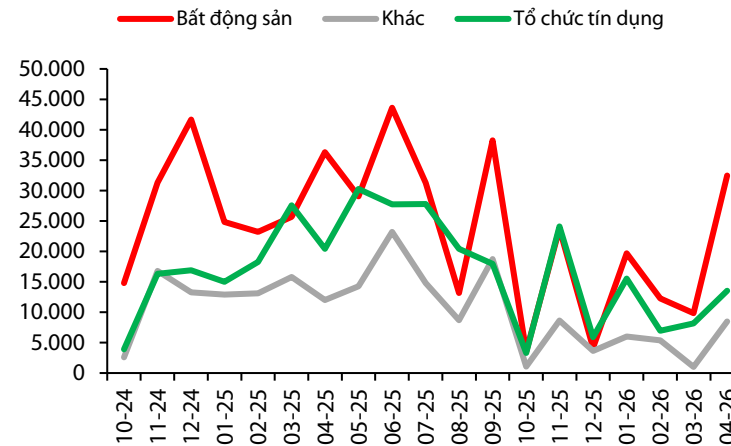
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị mua lại trước hạn theo tháng (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt tổng hợp

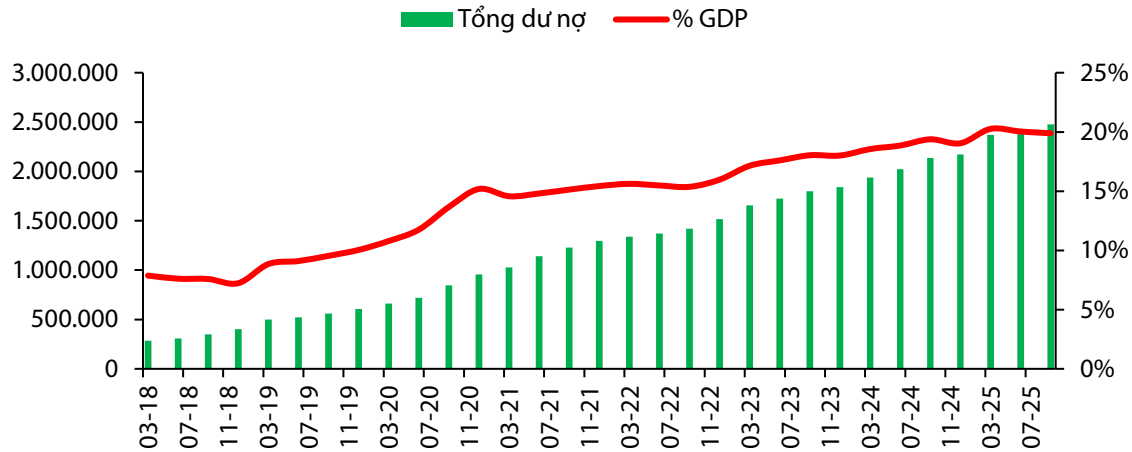
Giá trị phát hành theo ngành (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt tổng hợp

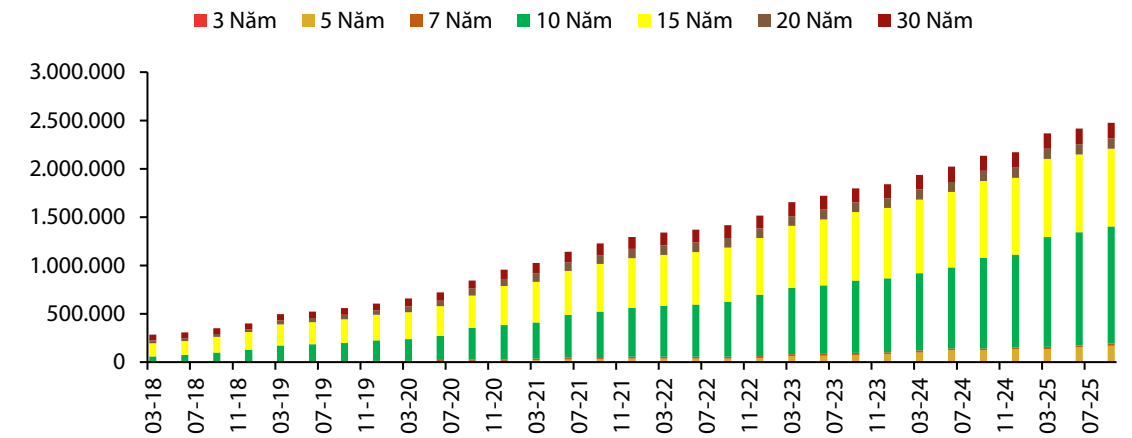
- Tính chung quý I/2026, tổng giá trị phát hành trái phiếu doanh nghiệp riêng lẻ đạt khoảng 12.000 tỷ đồng, cao gấp 6 lần so với cùng kỳ năm trước. Mức tăng trưởng này chủ yếu xuất phát từ nền so sánh thấp của năm 2025, khi trong 2 tháng đầu năm không ghi nhận đợt phát hành riêng lẻ nào. Tuy vậy, xu hướng phục hồi của hoạt động phát hành được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì trong các quý tới.
- Hoạt động mua lại trước hạn trái phiếu doanh nghiệp trong tháng 3 có dấu hiệu cải thiện so với tháng trước, với tổng giá trị đạt khoảng 6.300 tỷ đồng. Tuy nhiên, lũy kế trong quý I/2026, giá trị mua lại trước hạn mới đạt 9.900 tỷ đồng, giảm 64% so với cùng kỳ. Nhóm bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất, với gần 7.900 tỷ đồng trái phiếu được mua lại, tương đương khoảng 80% tổng giá trị toàn thị trường.
- Áp lực đáo hạn trái phiếu doanh nghiệp sẽ gia tăng trong thời gian tới. Ước tính trong tháng 4/2026 sẽ có hơn 16.700 tỷ đồng trái phiếu riêng lẻ đến hạn, trong khi tổng giá trị đáo hạn của quý II vào khoảng 58.000 tỷ đồng, tăng mạnh so với mức khoảng 14.000 tỷ đồng của quý I. Áp lực sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong các quý tiếp theo, với giá trị đáo hạn ước khoảng 53.000 tỷ đồng trong quý III và 62.000 tỷ đồng trong quý IV.

Quy mô thị trường trái phiếu Chính phủ (giá trị và % GDP)



Nguồn: Asianbondonline, CTCK Rồng Việt,

Quy mô thị trường trái phiếu Chính phủ theo kỳ hạn (tỷ đồng)



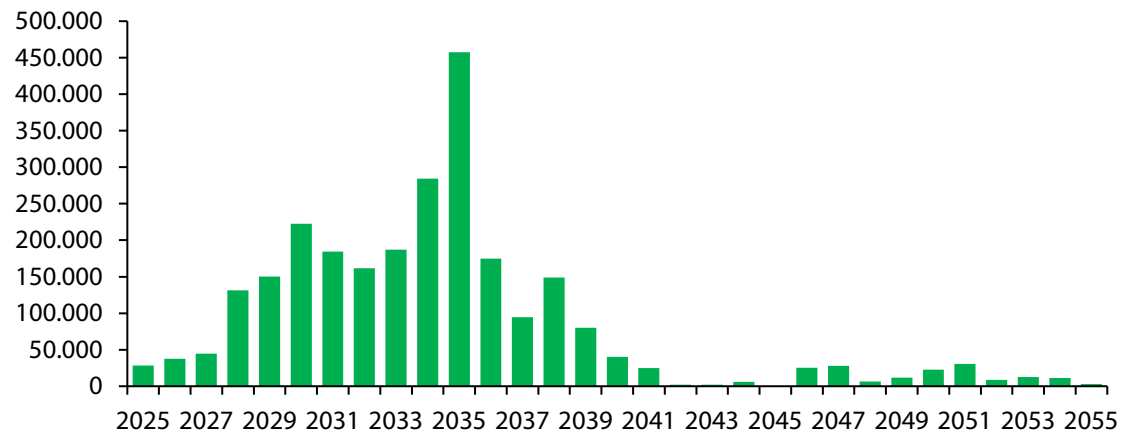
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt,

Kế hoạch đấu thầu và thực tế phát hành TPCP

Q1/2026	3 năm	5 năm	7 năm	10 năm	15 năm	20 năm	30 năm	Tổng
Kế hoạch (nghìn tỷ)		17	2	65	17	3	6	110
Phát hành (nghìn tỷ)		0,5		59,2	0,8			60,5
% Kế hoạch quý		2,9		91,1	5			55

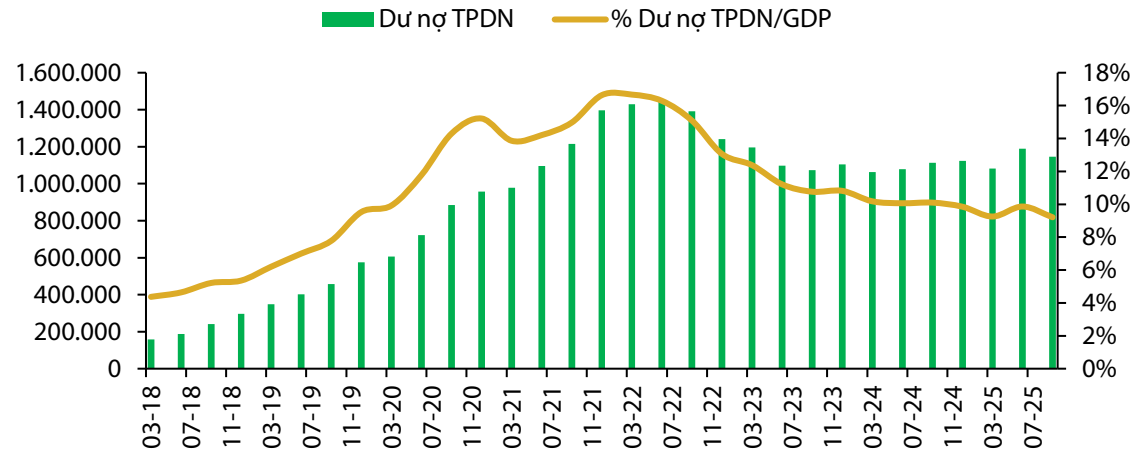
Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt

Lịch trả nợ gốc TPCP (tỷ đồng)



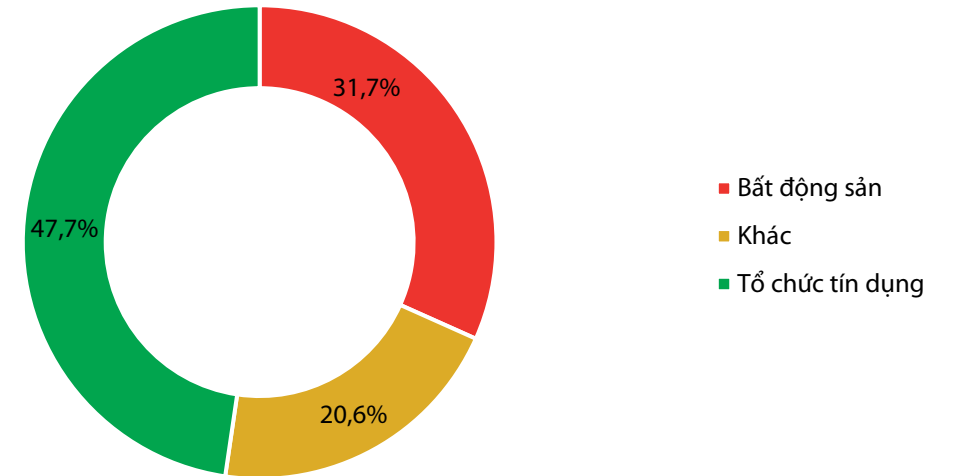
Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp (giá trị và % GDP)



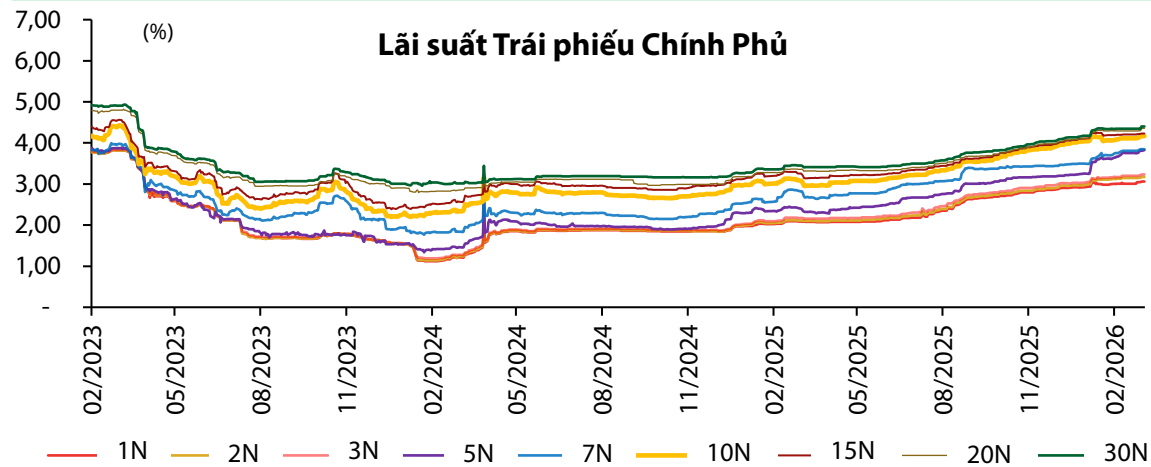
Nguồn: Asianbondonline, CTCK Rồng Việt

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo ngành



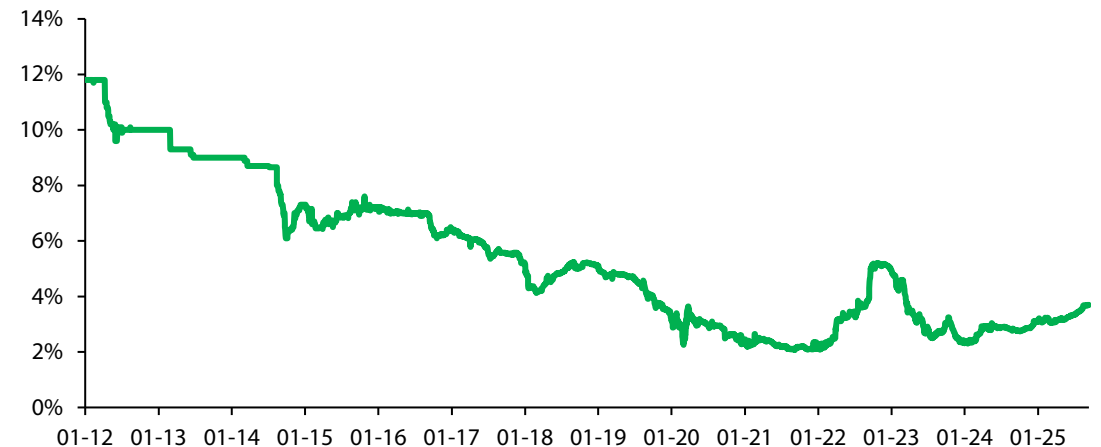
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Lãi suất Trái phiếu Chính Phủ (%)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Độ biến động lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Doanh nghiệp	Mã CK	Ngành	Mã trái phiếu	Giá trị phát hành (tỷ đồng)	Lãi suất phát hành (%/năm)	Kỳ hạn (năm)	Ngày phát hành	Ngày đáo hạn
Công ty Tài chính Tổng hợp Cổ phần Điện Lực	EVF	Tài chính				8	23/03/2026	23/03/2034
Công ty TNHH Đầu tư Marina Center		BĐS		10195,5	4,0%	10	20/03/2026	20/03/2036
Công ty Cổ phần Chứng khoán MB	MBS	Chứng khoán		970	7,4%	2	19/03/2026	19/03/2028
Ngân hàng Thương mại Cổ phần Nam Á	NAB	Ngân hàng		250	8,5%	7	31/03/2026	31/03/2033
Công ty Cổ phần Thời Đại Mới T&T		BĐS		8000	10,5%	4	31/03/2026	31/03/2030
CTCP Chứng khoán Rồng Việt	VDS	Chứng khoán		70	8,5%	1	04/03/2026	04/03/2027
NH TMCP Việt Nam Thịnh Vượng	VPB	Ngân hàng		1000	8,0%	3	06/04/2026	06/04/2029
CTCP Tập Đoàn Khải Hoàn Land	KHG	BĐS	KHG12601	190	13,5%	5	06/01/2026	06/01/2031
Công ty TNHH Đầu tư và phát triển bất động sản Phát Đạt		BĐS	PDA12601	2000	11,0%	2	26/03/2026	26/03/2028
Công ty TNHH Đầu tư và phát triển bất động sản Phát Đạt		BĐS	PDA12602	3600	11,0%	1	26/03/2026	26/03/2027
Công ty Cổ phần Thiên Phúc INVEST		BĐS	TP112601	79,5	11,5%	3	06/02/2026	06/02/2029

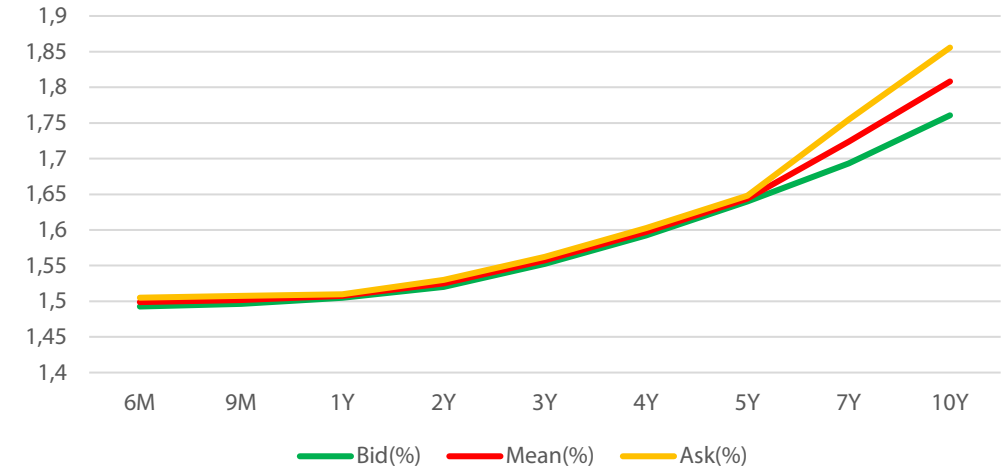
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Lãi suất repo cố định (Fixing repo rates)

Repo	Kỳ hạn (ngày)	Lãi suất (%)
FR001	1	1,32
FR007	2-7	1,42
FR014	8-14	1,43

Nguồn: PBoC, Trung tâm quốc gia giao dịch liên ngân hàng (TQ), CTCK Rồng Việt tổng hợp

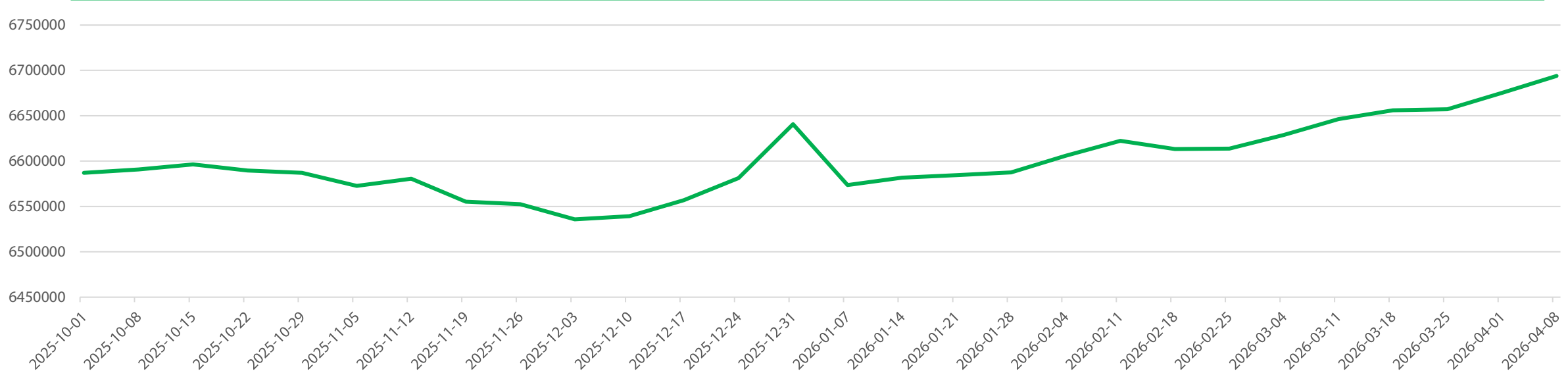
Đường cong lợi suất Shibor 3 tháng (Shibor3M quotes curve)



Nguồn: PBoC, Trung tâm quốc gia giao dịch liên ngân hàng (TQ), CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Trong khi toàn bộ hệ thống tài chính của Hoa Kỳ, Nhật Bản hay EU đang phải điều chỉnh vì chi phí vốn tăng cao thì lãi suất tại thị trường Trung Quốc ổn định một cách đáng kinh ngạc, các level lãi suất ở các kỳ hạn ngắn gần như không đổi và rất thấp. Thậm chí, các fixing lãi suất dài hạn trên thị trường tiền tệ Trung Quốc cũng rất thấp.
- Lạm phát của Trung Quốc cũng không phải vấn đề nghiêm trọng (khi các chuỗi cung ứng của họ đều nằm trong nội địa) và nếu so sánh với Nhật Bản nơi mà Yield của trái phiếu Chính phủ đang có xu hướng tăng trong dài hạn và đồng USD mạnh lên do chiến tranh Trung Đông kéo theo câu hỏi đã tồn tại nhiều năm về JPY carry trade thì level các mức lãi suất là rất ổn định. Đây là tiền đề quan trọng để PBoC hỗ trợ nền kinh tế trong nước trước bối cảnh vĩ mô quốc tế nhiều bất định.

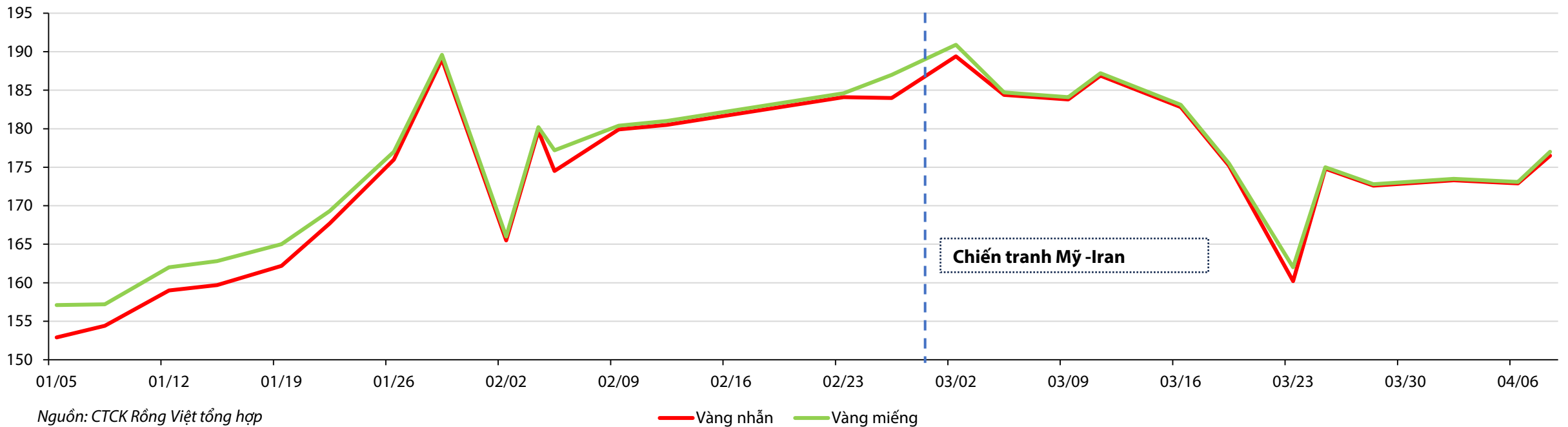
Sự gia tăng tổng tài sản bảng cân đối của FED từ Quý 4 năm 2025 đến nay (triệu USD)



Nguồn: FED, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Hiện tại, FED **vẫn đang âm thầm mở rộng bảng cân đối với tốc độ nhanh** (lượng mua mới tài sản thanh khoản cao) như tốc độ họ thu hẹp bảng cân đối vào năm 2025. Quyết định này được đưa ra ngày trong kỳ họp của FED vào tháng 1 năm 2026.
- Hàm ý chính sách nói lên rằng: thị trường kém thanh khoản hơn so với FED nghĩ và chính yếu tố này làm lãi suất tăng cao. Đặc biệt, FED tăng mua Treasury bills kỳ hạn ngắn là chủ yếu hỗ trợ thanh khoản cho các UST có Yield thấp chứ không phải cách QE thông thường là mua tất cả kỳ hạn và tập trung twist kỳ hạn dài. Nhìn chung, điều này phản ánh UST đang gặp áp lực thanh khoản.
- **FED cũng đang mở đường cho việc các Ngân hàng Mỹ được nắm giữ UST nhiều hơn** (giảm tiêu chuẩn Capital Surcharge cho các Ngân hàng thuộc nhóm “có tầm quan trọng hệ thống” và giảm SLR)
- Nhìn chung, FED đang nuôi UST bằng một cách rất âm thầm hay nói cách khác đây là một hành vi nới lỏng. Nếu nhìn xuyên qua các cú sốc về năng lượng, thì **bảng cân đối vẫn tiếp tục được mở rộng và điều này có lợi cho giá tài sản (đặc biệt là vàng)**. Việc mở rộng bảng cân đối còn cho thấy FED sẵn sàng giảm lãi suất ngay khi có tín hiệu giảm từ lạm phát kỳ vọng.
- Ngoài ra, việc giá dầu neo cao trên 100 USD/ thùng có thể gây ra lạm phát tổng cung, đây là hình thái lạm phát mà công cụ lãi suất không có tác dụng hữu hiệu và xem xét thêm về mức độ OIS (overnight index swap) thì lãi suất FFR có thể không tăng nhưng khó hạ trong năm 2026

Giá vàng miếng và nhẫn trơn SJC bán ra thị trường từ đầu năm đến nay (đvt: triệu/lượng)



- Trong bối cảnh rủi ro địa chính trị gia tăng, lạm phát leo thang, loại tài sản nào thường được kỳ vọng sẽ tăng giá? Câu trả lời quen thuộc là vàng. Tuy nhiên, kịch bản quen thuộc đó dường như không lặp lại trong lần này. Dù xung đột tại khu vực Trung Đông đang diễn ra căng thẳng và làm gia tăng rủi ro đối với kinh tế toàn cầu, giá vàng lại điều chỉnh giảm khá mạnh. Nguyên nhân đầu tiên đến từ sự tăng giá của đồng USD. Trong bối cảnh giá dầu thô leo thang và đồng USD mạnh hơn thường tạo áp lực giảm đối với giá vàng, vốn được định giá bằng USD trên thị trường quốc tế. Yếu tố thứ hai là triển vọng cắt giảm lãi suất của FED trong năm nay trở nên kém khả quan hơn, khi nguy cơ lạm phát quay trở lại sau đợt tăng mạnh của giá dầu.
- Tuy nhiên, nếu nhìn vào hành động của các NHTW lớn như FED đang mở rộng bảng cân đối thông qua tài trợ UST kỳ hạn ngắn hoặc PBoC tích trữ vàng 17 tháng liên tiếp cho thấy về dài hạn vàng vẫn là “nơi trú bão an toàn” và giá vàng sẽ còn tăng trong dài hạn.

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



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