



BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ TRÁI PHIẾU VIỆT NAM 05/2026

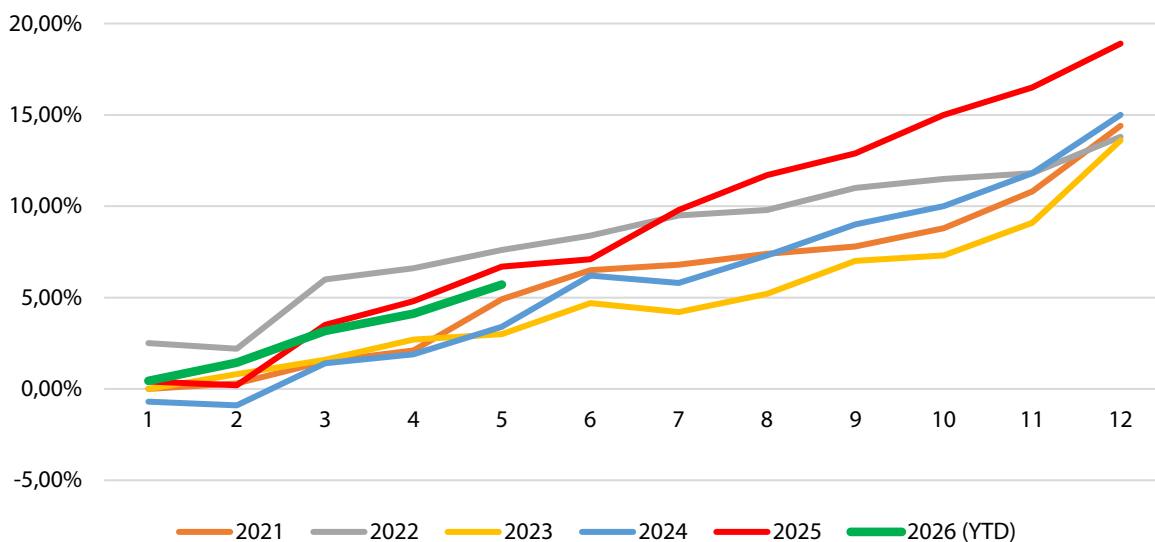
**TỶ GIÁ ỔN ĐỊNH TRONG MÔI
TRƯỜNG LÃI SUẤT NEO CAO**

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



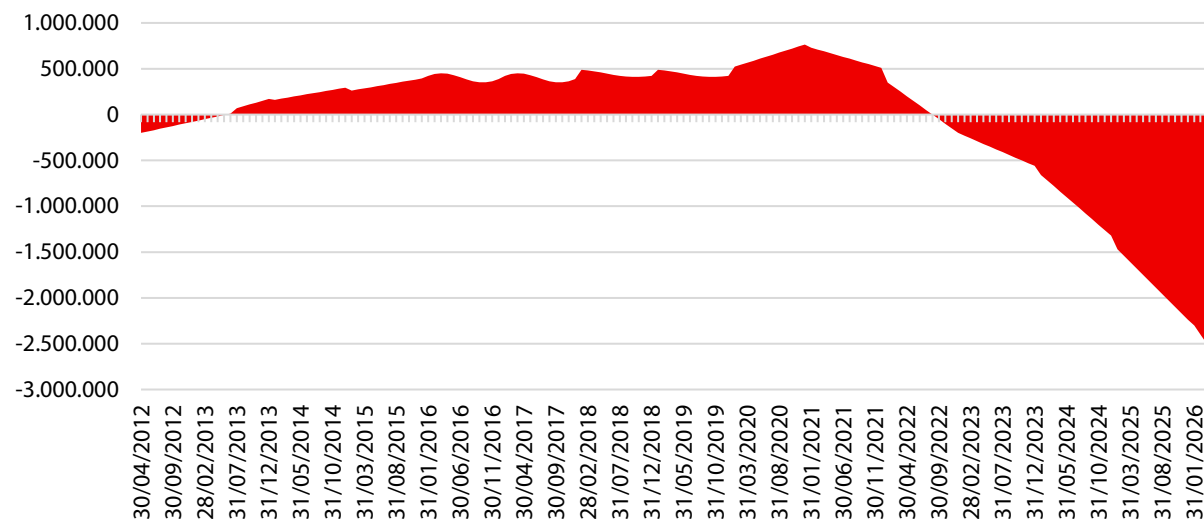
- Về mặt bằng lãi suất:** Tính đến giữa tháng 5, tổng tiền gửi toàn hệ thống vượt 17 triệu tỷ đồng, tăng 2,98% so với đầu năm, nhưng vẫn chậm hơn tốc độ tăng tín dụng (5,71%-thấp hơn cùng kỳ năm 2025) cho thấy trạng thái thanh khoản vẫn ở mức tương đối căng thẳng và nhu cầu tín dụng vẫn cao. Các yếu tố hỗ trợ huy động như giải ngân đầu tư công vẫn cần có thời gian để lan tỏa và kiểm định tính hiệu quả thực tế. Do vậy, trong ngắn hạn, các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh phát hành chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu và gia tăng vay vốn nước ngoài nhằm bù đắp nguồn vốn thiếu hụt. Tuy nhiên, các nguồn vốn này đều có chi phí khá cao và xu hướng lãi suất neo cao còn tiếp diễn trong thời gian tới. Và điều then chốt chi phối thanh khoản hệ thống và mặt bằng lãi suất thời gian tới vẫn là định hướng điều hành chính sách tiền tệ của NHNN với ưu tiên ổn định tỷ giá.
- Về tỷ giá:** Swap USD/VND (mức chênh lệch lãi suất VND và lãi suất USD) trong tháng chủ yếu dao động trong biên độ +0 đến +3% (có kỳ hạn đã tiệm cận mức 4%), phản ánh định hướng điều hành theo hướng ưu tiên ổn định tỷ giá: không để USD/VND bật tăng mạnh gây hiệu ứng tâm lý trong bối cảnh nhập siêu chưa có dấu hiệu suy giảm. Tuy nhiên, mức swap này là khá cao và củng cố mức neo cao của lãi suất VND trong thời gian dài.
- Về thị trường TPCP:** Lợi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục nhích tăng đều đặn theo xu hướng đã được ghi nhận trong các kỳ trước. Đường cong lợi suất tháng 05/2026 dịch lên so với tháng 04/2026 ở hầu hết các kỳ hạn. Phía cầu đang thu hẹp dần: các ngân hàng thương mại vốn là nhóm mua truyền thống đang hạn chế mở rộng danh mục trái phiếu chính phủ do các rủi ro cân đối (đặc biệt là rủi ro thanh khoản khi tỷ lệ dư nợ tín dụng trên vốn huy động đã ở mức cao, đồng thời tình trạng carry âm vẫn chưa được cải thiện (lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (4,5%/năm) cao hơn lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (khoảng 4,2%/năm)), khiến động lực mua tích lũy suy yếu. Lực cầu hiện tập trung chủ yếu ở khối bảo hiểm với khoảng 126 nghìn tỷ đồng lũy kế từ đầu năm, trong khi khối ngân hàng thương mại chỉ tham gia khoảng 29 nghìn tỷ đồng.
- Về thị trường TPDN:** Tháng 5/2026, thị trường trái phiếu doanh nghiệp ghi nhận tổng giá trị phát hành đạt 40.262 tỷ đồng, tăng 21,46% so với tháng trước. Tuy nhiên, con số này giảm 42% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính chung 5 tháng đầu năm, tổng giá trị phát hành riêng lẻ 107.018 tỷ đồng và giá trị phát hành ra công chúng là 20.333 tỷ đồng. Cơ cấu phát hành dịch chuyển mạnh khi nhóm bất động sản chiếm khoảng 44% tổng quy mô, gấp đôi so với cùng kỳ, trong khi tỷ trọng của khối ngân hàng giảm xuống còn khoảng 48%. Áp lực thanh khoản gia tăng đã buộc các ngân hàng thương mại phải điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi nhằm duy trì và thu hút dòng vốn, qua đó khiến chi phí huy động vốn leo thang. Diễn biến này được xem là một trong những nguyên nhân chính làm suy giảm tỷ trọng phát hành trái phiếu của khối ngân hàng trong những tháng đầu năm.
- Về thị trường Vàng:** Ngoài tác động của giá vàng thế giới, thị trường vàng nội địa yếu cũng là yếu tố khiến giá vàng trong nước giảm mạnh hơn so với giá vàng thế giới, khiến chênh lệch giá vàng SJC so với giá vàng thế giới, co hẹp lại chỉ còn hơn 6 triệu/lượng, mức thấp nhất kể từ tháng 04/2025. Chênh lệch giảm có thể đến từ các nguyên nhân: (1) Tâm lý tích trữ vàng giảm sau khi giá vàng thế giới liên tục giảm bất kể chiến tranh Iran bùng nổ, (2) Lãi suất huy động tiền gửi trong nước liên tục tăng đã thu hút tiền nhàn rỗi.
- Tiền tệ quốc tế:** (1) Triển vọng về việc Fed tăng lãi suất vẫn không cao trong bối cảnh Fed vẫn đang mở rộng bảng cân đối (hỗ trợ thanh khoản, ổn định lợi suất TPCP), sự phân hóa giữa lạm phát toàn phần và lạm phát lõi hay nhìn xa hơn là thước đo lạm phát như Trimmed PCE CPI (bỏ qua tác động của cú sốc năng lượng) sẽ khiến Fed không có động cơ nâng lãi suất; (2) Sự ổn định về mặt bằng lãi suất và bộ đệm dự trữ ngoại hối của Trung Quốc đang hỗ trợ đà mạnh lên của đồng Nhân dân tệ. Khác với các đợt mạnh lên trước đây của NDT, lần này, NHTW Trung Quốc đã không can thiệp để làm Nhân dân tệ yếu đi, cho thấy mô hình tăng trưởng ngày càng dịch chuyển vào tiêu dung nội địa.

Tăng trưởng tín dụng qua từng tháng giai đoạn 2022-nay (%)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt

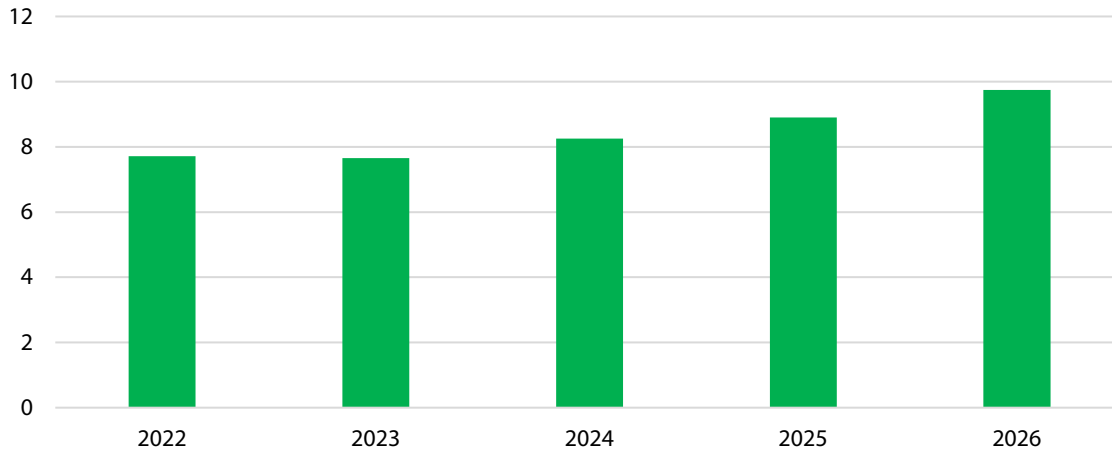
Chênh lệch huy động-tín dụng giai đoạn 2012-2026 (tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

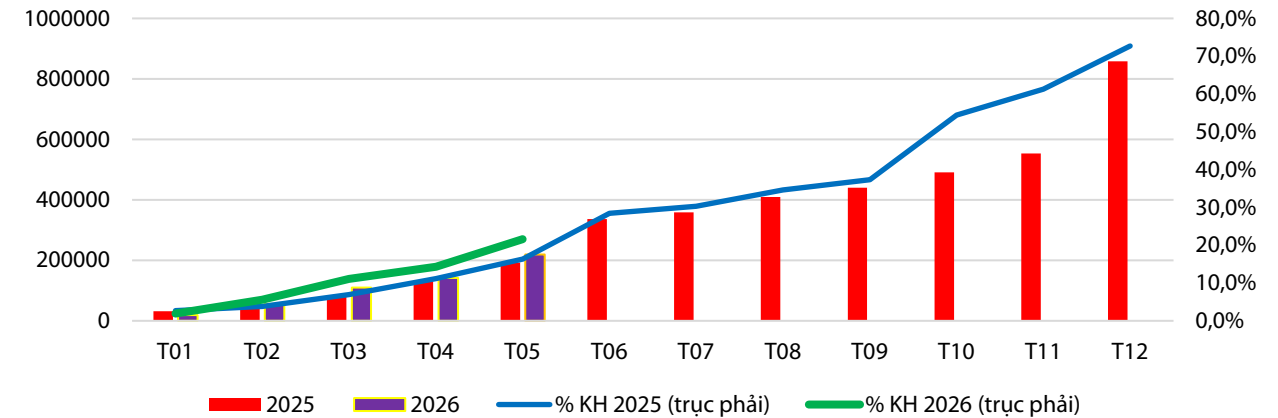
- Tính đến giữa tháng 5, tổng tiền gửi toàn hệ thống vượt 17 triệu tỷ đồng, tăng 2,98% so với đầu năm, nhưng vẫn chậm hơn tốc độ tăng tín dụng (5,71%- thấp hơn cùng kỳ năm 2025). Theo đó, tỷ lệ cho vay trên tổng tiền gửi (LDR) của toàn hệ thống tiếp tục duy trì trên 100%, cho thấy trạng thái thanh khoản vẫn ở mức tương đối căng thẳng và nhu cầu tín dụng vẫn cao.
- Trong khi đó, huy động từ nguồn thị trường 1 vẫn tăng rất chậm, tiếp tục gây áp lực lên thanh khoản hệ thống. Do đó, việc các ngân hàng tiếp tục huy động từ các nguồn như phát hành GTCG, trái phiếu hoặc vay nước ngoài sẽ tiếp tục gây áp lực chi phí vốn của ngân hàng.

Tỷ lệ tăng trưởng vốn FDI thực hiện giai đoạn 2022-2026 (%)



Nguồn: Bộ Tài chính, CTCK Rồng Việt

Quy mô giải ngân vốn đầu tư công 2026 theo tháng (tỷ đồng)

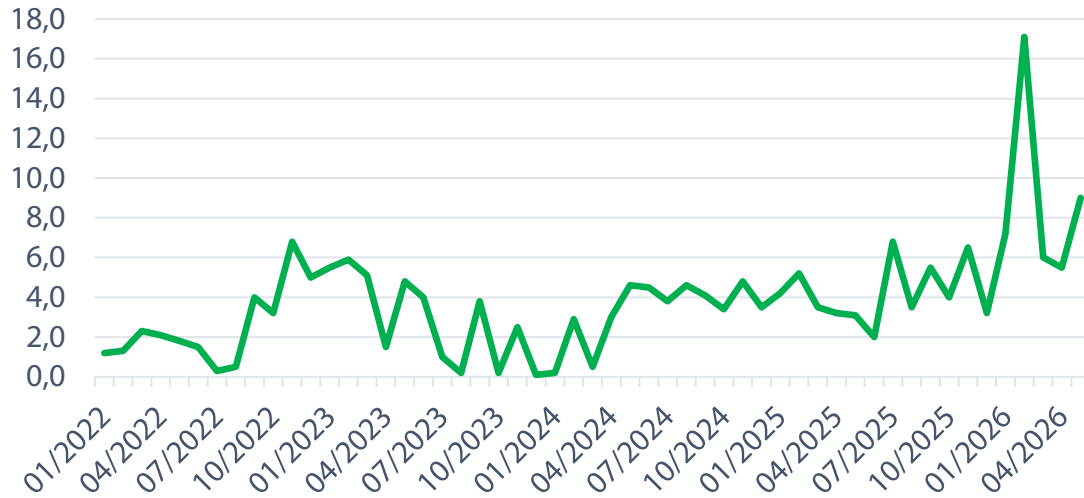


Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

- Một là, lượng tiền mặt lưu thông ngoài hệ thống ngân hàng có thể dần quay trở lại, trong đó, các điều chỉnh gần đây về chính sách thuế đối với hộ kinh doanh đóng vai trò hỗ trợ. Tuy nhiên, quá trình này sẽ diễn ra từ từ, khó tạo ra sự cải thiện đột biến trong ngắn hạn.
- Hai là, nguồn thu từ xuất khẩu. Trong 5 tháng đầu năm 2026, Việt Nam ghi nhận thâm hụt thương mại lên tới 13,8 tỷ USD, phản ánh dòng ngoại tệ từ hoạt động xuất khẩu chưa trở lại đủ mạnh để hỗ trợ tăng trưởng tiền gửi doanh nghiệp (kỳ vọng sẽ cải thiện dần từ cuối quý III/2026, khi hoạt động xuất khẩu có thể phục hồi theo yếu tố mùa vụ và từng bước chuyển hóa thành tích lũy tiền gửi bằng VND).
- Ba là, dòng vốn FDI. Khi lãi suất tiền gửi VND ở mức 8 - 9%, cao hơn đáng kể so với lãi suất cơ bản của Fed (ở mức 3,5 - 3,75%), doanh nghiệp FDI có thể có thêm động lực cơ cấu lại nguồn vốn, chuyển một phần USD sang VND và gửi tại thị trường trong nước.
- Bốn là, giải ngân đầu tư công. Đây là động lực mang tính then chốt nếu có sự cải thiện về tiến độ. Khi dòng vốn giải ngân luân chuyển qua các nhà thầu và doanh nghiệp rồi quay trở lại hệ thống ngân hàng dưới dạng tiền gửi, thanh khoản toàn hệ thống có thể được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên, tiến độ thực hiện và khả năng hấp thụ vốn vẫn là những ẩn số, đặc biệt trong bối cảnh chi phí vật liệu xây dựng và giá năng lượng duy trì ở mức cao. Bên cạnh đó, yếu tố tỷ giá đóng vai trò quan trọng trong việc lan tỏa nguồn lực này vào hệ thống ngân hàng.

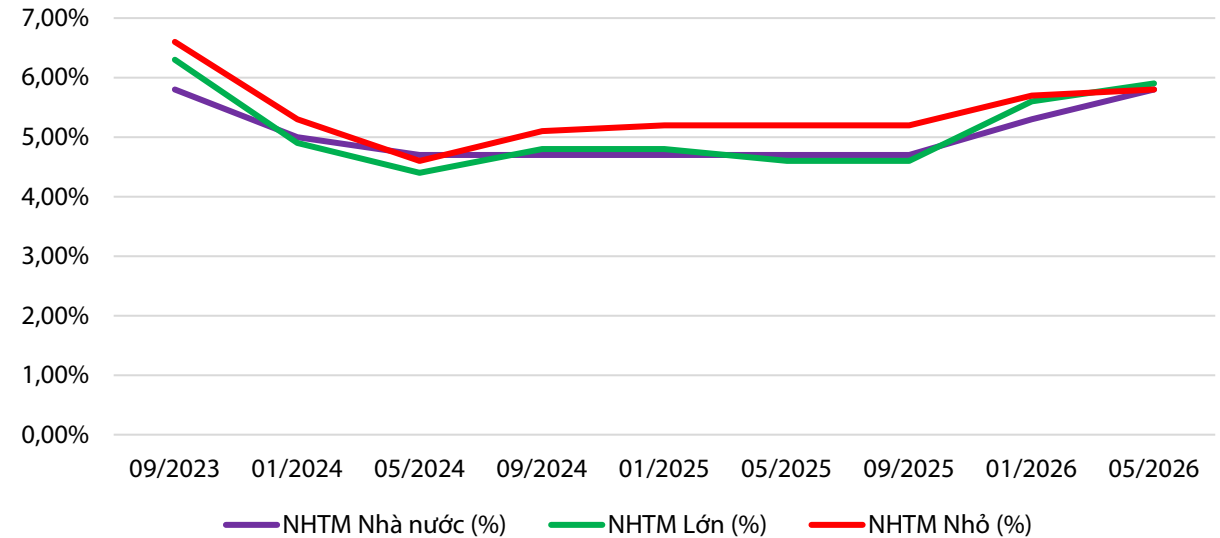
Lưu ý là các yếu tố hỗ trợ trên vẫn cần có thời gian để lan tỏa và kiểm định tính hiệu quả thực tế. Do vậy, trong ngắn hạn, các ngân hàng tiếp tục đẩy mạnh phát hành chứng chỉ tiền gửi, trái phiếu và gia tăng vay vốn nước ngoài nhằm bù đắp nguồn vốn thiếu hụt trong nước. Tuy nhiên, các nguồn vốn này đều có chi phí khá cao và ảnh hưởng trực tiếp đến mặt bằng lãi suất và xu hướng lãi suất neo cao còn tiếp diễn trong thời gian tới. Và điều then chốt chi phối thanh khoản hệ thống và mặt bằng lãi suất vẫn là định hướng điều hành CSTT của NHNN với ưu tiên ổn định tỷ giá.

Lãi suất bình quân liên ngân hàng qua đêm giai đoạn 2022-nay



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

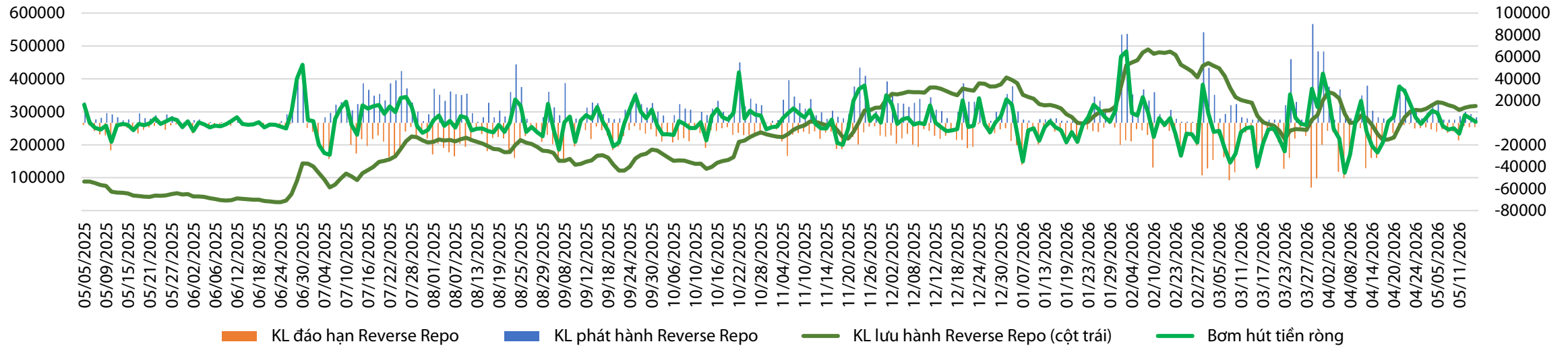
Diễn biến lãi suất huy động kỳ hạn 12 tháng NHTMCP theo nhóm (%)



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Trên thị trường liên ngân hàng, phiên giao dịch ngày 01/06 là tín hiệu cảnh báo thanh khoản hệ thống chưa thực sự ổn định. Lãi suất hoán đổi USD/VND kỳ hạn qua đêm tăng đột ngột lên 7,03% và lãi suất cho vay qua đêm trên thị trường liên ngân hàng vọt lên trên 10%, dù tiền gửi Kho bạc Nhà nước tại bốn ngân hàng quốc doanh vẫn duy trì ở nền cao khoảng 650 nghìn tỷ đồng. Đây là áp lực kỹ thuật mang tính cuối kỳ, không phản ánh tình trạng thiếu hụt VND. Nhà điều hành đã có biện pháp kịp thời can thiệp trong phiên tiếp theo bằng giao dịch hoán đổi khi mua vào 1 tỷ USD, kỳ hạn 02/06 - 16/06 với tỷ lệ trúng thầu 3,96%, và lãi suất qua đêm trở về nền bình thường ngay sau đó.
- Lãi suất huy động kỳ hạn 1 năm tiếp tục neo ở nền cao qua toàn bộ tháng Năm. Sau cuộc họp với Ngân hàng Nhà nước đầu tháng, hầu hết các ngân hàng điều chỉnh giảm lãi suất tiền gửi kỳ hạn từ 6 tháng trở lên khoảng 0,1-0,3% song mặt bằng lãi suất huy động trung dài hạn chưa có sự thay đổi đáng kể.
- Thông tư 08/2026 sửa đổi, bổ sung Thông tư 22 hướng đến cải thiện tỷ lệ dư nợ tín dụng trên vốn huy động (LDR - Loan to Deposit Ratio) của các ngân hàng thương mại nhà nước khoảng 1,1 - 1,5%, tạo thêm dư địa hoạt động. Tuy nhiên, nguồn vốn này cũng hạn chế và chủ yếu tác động đến các dòng lãi suất kỳ hạn ngắn, thậm chí với các ngân hàng hưởng lợi trực tiếp từ thông tư này như nhóm "Big4" thì nguồn tiền gửi Kho bạc có kỳ hạn tính thêm vào cũng không đáng kể. Do đó, trong khoảng 3 tháng tới, mặt bằng lãi suất còn neo cao nếu không có những động thái hỗ trợ mạnh mẽ hơn từ NHNN và các yếu tố hỗ trợ thanh khoản chưa cải thiện.
- Nhìn xa hơn, quá trình hạ lãi suất huy động bền vững phụ thuộc vào tiến độ xử lý các vấn đề cơ cấu sâu hơn của hệ thống, một quá trình cần thêm thời gian để phát huy hiệu quả đầy đủ.

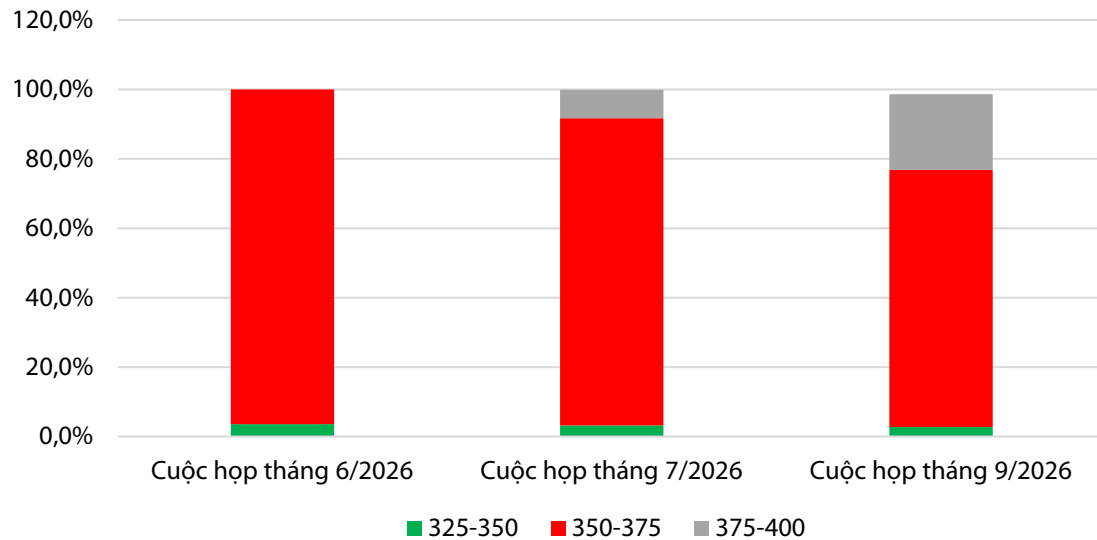
Diễn biến trên thị trường mở (OMO) giai đoạn 05/2025-05/2026 (tỷ đồng)



Nguồn: Finnpro, CTCK Rông Việt

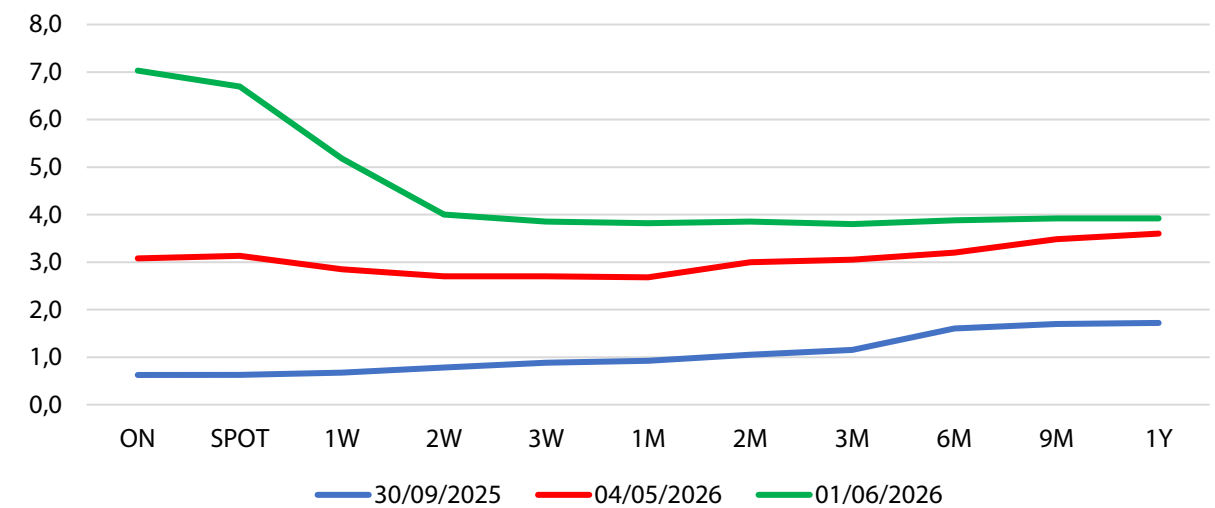
- Tháng 05/2026 ghi nhận ba tuần liên tiếp Ngân hàng Nhà nước hút ròng thông qua kênh nghiệp vụ thị trường mở (OMO - Open Market Operations), kéo số dư lưu hành từ vùng 320 - 330 nghìn tỷ xuống dưới 290 nghìn tỷ đồng trước khi hỗ trợ ròng trở lại trong tuần cuối tháng. Trong tuần 25-29/05, Ngân hàng Nhà nước hỗ trợ ròng hơn 30,7 nghìn tỷ đồng, nâng tổng dư lưu hành lên khoảng 332 nghìn tỷ vào ngày 29/05. Lãi suất cho vay qua đêm (O/N) trên thị trường liên ngân hàng phản ánh rõ diễn biến này: dao động 5-6% trong ba tuần đầu, leo lên vùng 7-7,6% cuối tháng khi áp lực cuối kỳ tích lũy.
- Nhìn rộng hơn, dư lưu hành nghiệp vụ thị trường mở đã giảm từ đỉnh khoảng 450 nghìn tỷ xuống còn khoảng 330 nghìn tỷ đồng, phản ánh việc một bộ phận ngân hàng đã sử dụng gần hết hạn mức cầm cố tài sản trong các giao dịch này, trong khi dư địa tham gia theo hình thức tín chấp bị thu hẹp bởi các tỷ lệ an toàn vốn theo quy định. Đồng thời, tình trạng carry âm (lợi suất TPCP thấp hơn lãi suất OMO) trên thị trường TPCP, khiến cho các NHTM giảm nắm lượng TPCP, góp phần làm lượng lưu hành OMO giảm đáng kể.
- 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”, (tỷ lệ LDR toàn hệ thống ngân hàng vẫn ở mức cao, dư địa thanh khoản bị thu hẹp đáng kể). Thay vào đó vấn đề mà NHNN giải quyết được là giúp thị trường 2 không bị căng thẳng quá mạnh.
- Hệ thống đã bước sang pha chi phí huy động cao hơn do mất cân đối cấu trúc nguồn vốn, **vì vậy, trong trường hợp các vấn đề cân đối cấu trúc không được cải thiện**, thanh khoản hệ thống chỉ hạ nhiệt kỹ thuật ở từng phiên giao dịch thông qua điều tiết OMO.

Kỳ vọng thị trường về lãi suất của FED (%)



Nguồn: CME, CTCK Rồng Việt tổng hợp

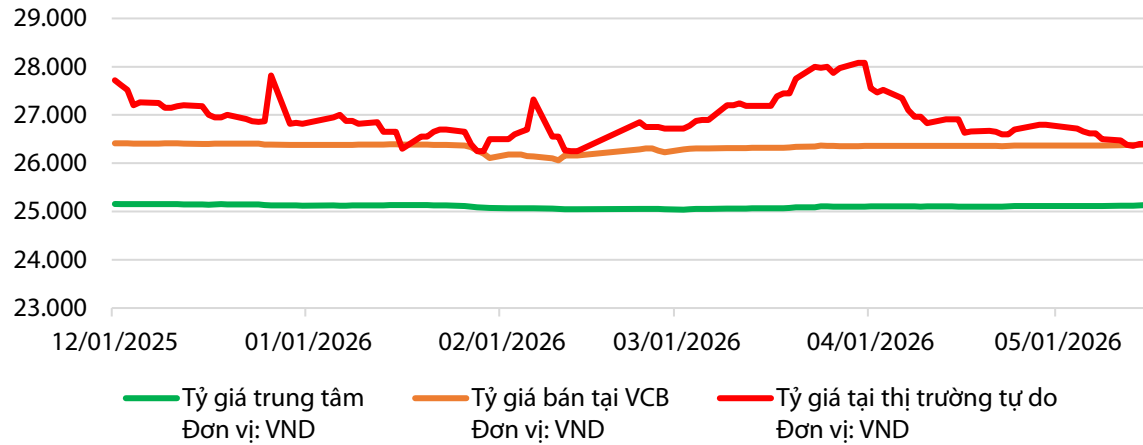
Swap USD/VND tại các kỳ hạn (%)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

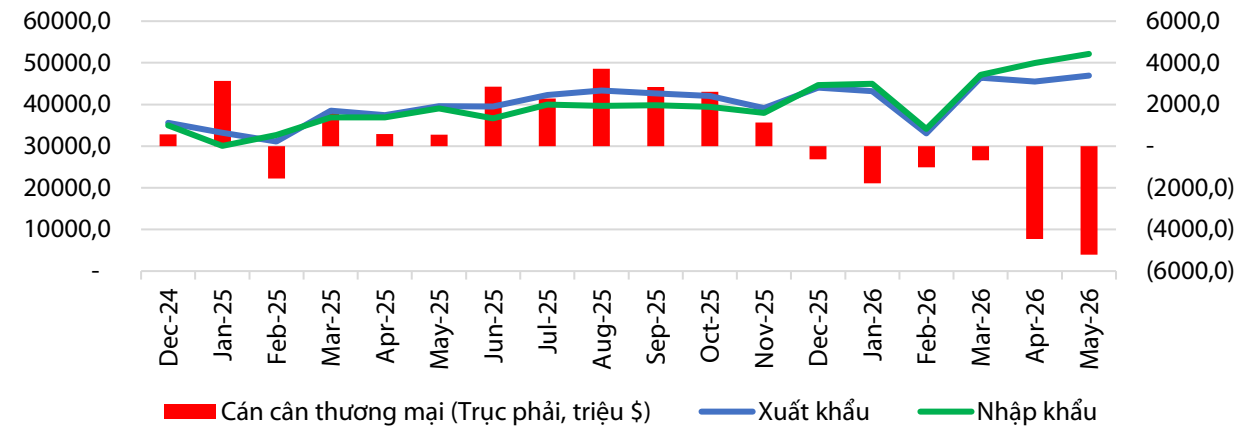
- Swap USD/VND trong tháng chủ yếu dao động trong biên độ +0 đến +3% (có kỳ hạn đã tiệm cận mức 4%), phản ánh định hướng điều hành theo hướng ưu tiên ổn định mặt bằng kỳ vọng tỷ giá: không để USD/VND bật tăng mạnh gây hiệu ứng tâm lý trong bối cảnh nhập siêu chưa có dấu hiệu suy giảm. Tuy nhiên, mức swap này là khá cao và ảnh hưởng trực tiếp đến lãi suất VND đang neo ở mức cao trong thời gian dài.
- Trong tháng 5/2026, chính sách tiền tệ toàn cầu tiếp tục bị chi phối bởi xung đột Iran-Mỹ khi giá dầu tăng gần 60% so với đầu năm, đẩy lạm phát leo thang và thu hẹp dư địa nới lỏng tại các nền kinh tế lớn. Tại Mỹ, FOMC giữ nguyên lãi suất mục tiêu ở mức 3,50 – 3,75%, là lần thứ ba liên tiếp không điều chỉnh, với lý do bất định cao về triển vọng kinh tế và giá năng lượng tăng mạnh do chiến tranh Trung Đông.
- Đáng chú ý trong tháng 5, Kevin Warsh nhậm chức Chủ tịch Fed ngày 22/5/2026, được Thượng viện phê chuẩn với tỷ lệ 54-45 phiếu. Theo CME FedWatch, thị trường kỳ vọng Fed vẫn sẽ giữ nguyên lãi suất mục tiêu ở mức 3,5 – 3,75% (vùng lãi suất cao) tại cuộc họp tháng 6/2026, với xác suất đạt 96,4%.
- Tại Eurozone, ECB duy trì lãi suất tái cấp vốn ở mức 2,15% và lãi suất tiền gửi ở mức 2,00%. Lạm phát Eurozone tháng 5 tăng lên 3,2% so với cùng kỳ, từ mức 3,0% của tháng trước, làm tăng kỳ vọng ECB sẽ tăng lãi suất tại cuộc họp tháng 6.
- Tại Nhật Bản, BOJ giữ nguyên lãi suất chính sách ở mức 0,75% với tỷ lệ bỏ phiếu 6 - 3, đồng thời hạ dự báo tăng trưởng tài khóa 2026 xuống 0,5% và nâng dự báo lạm phát cơ bản lên 2,8%. Tỷ giá USD/JPY dao động trong vùng 159 - 160 trong tháng 5.

Diễn biến tỷ giá USD/VND từ cuối năm 2025 đến nay



Nguồn: FinnPro, CTCK Rồng Việt tổng hợp

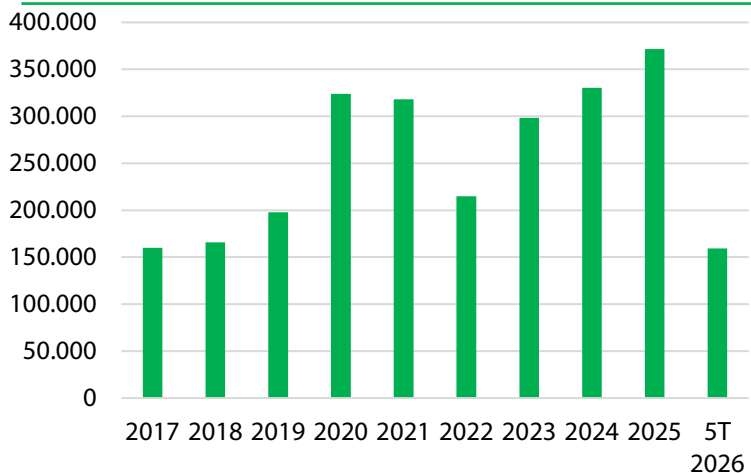
Xu hướng xuất nhập khẩu và cán cân thương mại theo tháng (23-26)



Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

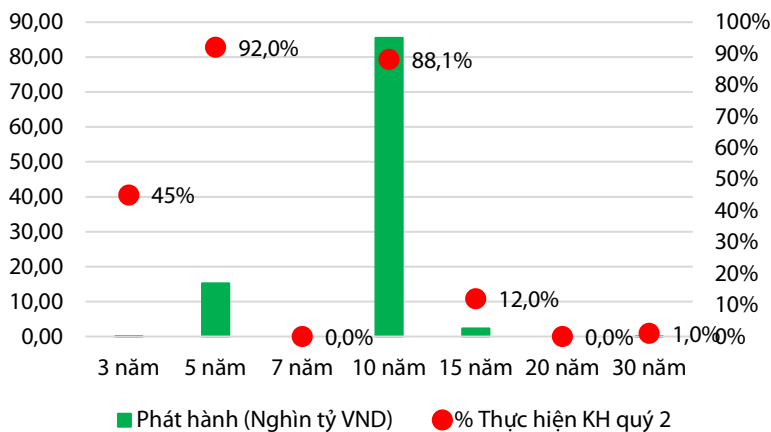
- Tháng 05/2026, tỷ giá giao ngay (spot) dao động trong biên hẹp 26.310 - 26.360 đồng/USD, không bứt phá, không có áp lực đe dọa mốc tâm lý 26.550 như trong quý I. Hai yếu tố giúp giảm bớt sức ép: Chỉ số đô la Mỹ (DXY) hạ về quanh 99 so với mức 100,5 cuối tháng 3, và giá dầu Brent giảm gần 20% trong tháng về vùng 90 USD/thùng khi thị trường bắt đầu phản ánh khả năng đạt thỏa thuận ngừng bắn Iran - Mỹ 60 ngày. Dòng ngoại tệ chảy ra để nhập khẩu dầu vốn là áp lực âm thầm suốt quý I nhờ đó giảm đáng kể, tháo bớt căng thẳng cung cầu ngoại tệ. Mức swap USD/VNĐ ổn định trong biên từ 0 đến +3% (tuy nhiên, đây là mức swap khá cao).
- Có 1 điều khá thú vị là hoạt động xuất nhập khẩu được coi là 1 trong những biến ảnh hưởng lớn và trực tiếp đến tỷ giá, tuy nhiên số liệu liên quan tới xuất nhập khẩu như xuất siêu hay nhập siêu (5T2026 nhập siêu là 13,8 tỷ USD) lại không phản ánh chính xác áp lực tỷ giá (ít nhất là trong ngắn hạn). Lý do là để giải thích tỷ giá thì cần nhìn vào flow cung - cầu ngoại tệ thực tế, trong khi số liệu xuất nhập khẩu chỉ ghi nhận giá trị hàng hóa tại thời điểm hàng hóa đi qua biên giới và điều đó không đồng nghĩa với việc dòng tiền thanh toán ngoại tệ phát sinh ngay tại thời điểm đó.
- Vì vậy đôi lúc có thể thấy nhập khẩu vẫn tăng nhưng tỷ giá chưa chịu áp lực, hoặc ngược lại xuất siêu lớn nhưng tỷ giá vẫn tăng là bình thường, bởi áp lực lên tỷ giá chỉ xuất hiện khi dòng ngoại tệ (FX flow) thực sự phát sinh. Đối với FDI inflow thì đây là biến số phản ánh FX flow tốt hơn so với số liệu xuất nhập khẩu. Tuy nhiên nếu nhìn theo cấu phần FDI = Vốn cổ phần + Lợi nhuận giữ lại (RE)+ Nợ giữa các công ty liên kết (theo IMF) thì không phải toàn bộ FDI đều tạo ra inflow ngoại tệ mới. Ví dụ như phần RE về bản chất không tạo thêm dòng vốn mới từ bên ngoài, hay trong một số trường hợp thanh toán bù trừ ngoài biên (offshore settlement/netting) thì giao dịch có thể được xử lý bên ngoài nên cũng không phát sinh inflow USD thực sự vào hệ thống.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng nếu tình trạng nhập siêu kéo dài sang 6 tháng cuối năm 2026 thì áp lực cung cầu ngoại tệ sẽ ngày càng thể hiện rõ lên biến động tỷ giá.

Giá trị phát hành TPCP đến tháng 5/2026 (nghìn tỷ đồng)



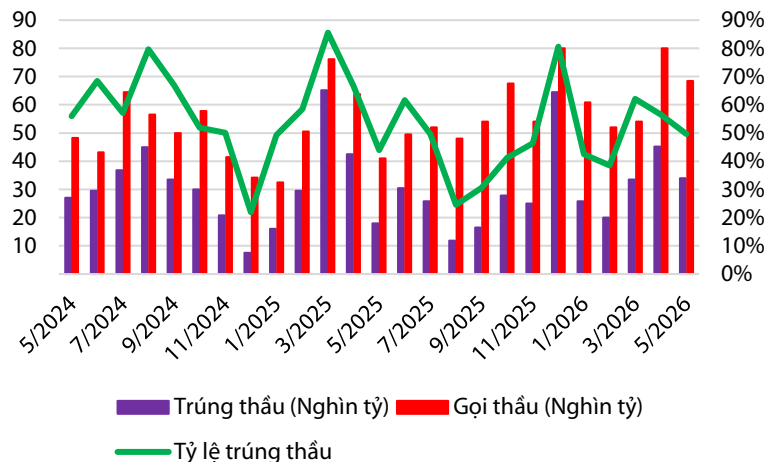
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành theo kỳ hạn



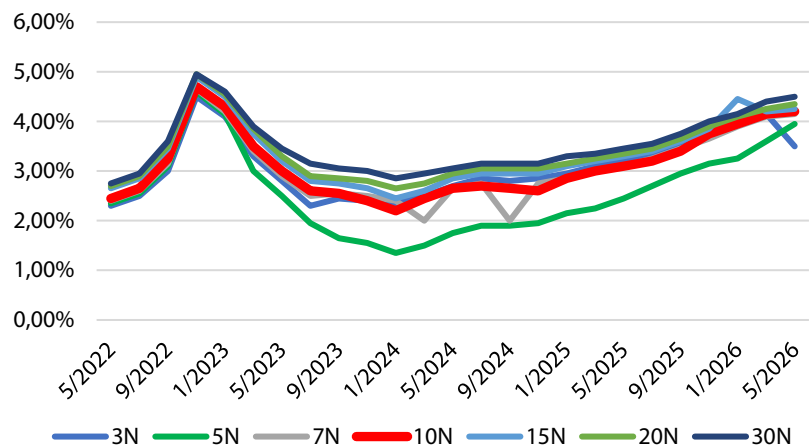
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

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



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

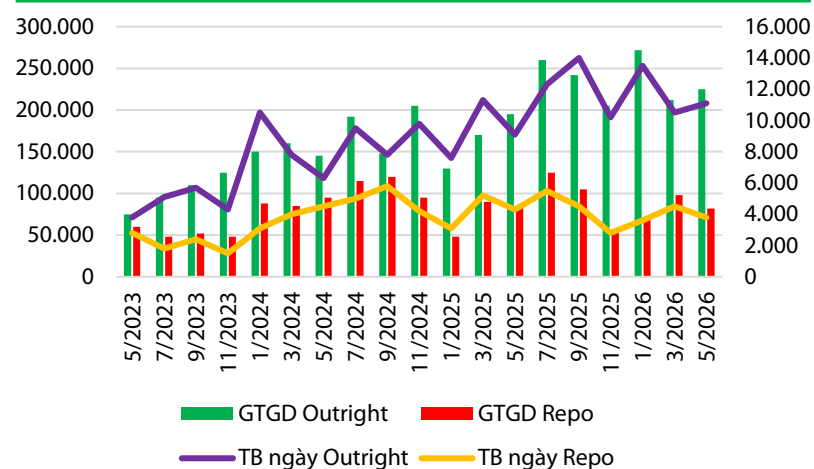
Lãi suất trúng thầu thị trường sơ cấp (%)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

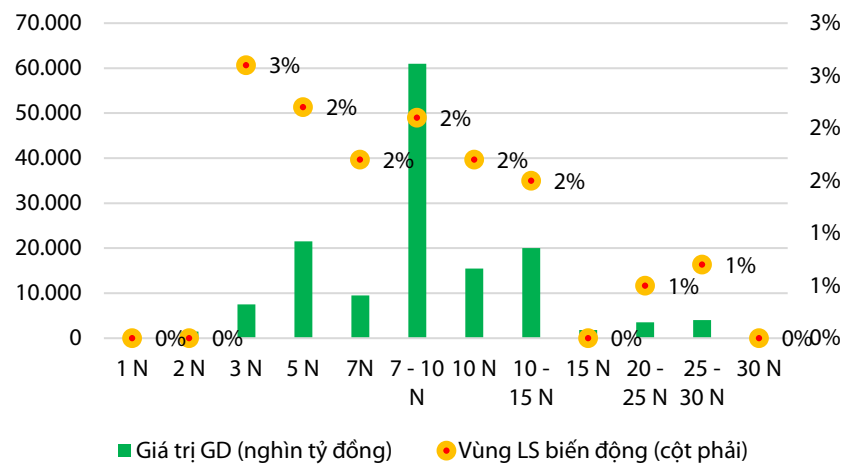
- Trong tháng 5/2026, Kho bạc Nhà nước đã tổ chức 17 phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ với tổng giá trị gọi thầu (GTGT) là 68.500 tỷ đồng, tỷ lệ trúng thầu là 49,1%.
- KBNN gọi thầu các kỳ hạn 3, 5, 10, 15, 20 và 30 năm. Trong đó, kỳ hạn 5 năm chiếm 93,8% giá trị trúng thầu (GTTT), đạt 15.000 tỷ đồng. Kỳ hạn 10 năm trúng thầu 18.250 tỷ đồng (tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu đạt 39,7%),
- Lãi suất trúng thầu trung bình đạt 4,09%/năm, giảm so với mức 4,13% trong tháng 4/2026.
- Tổng giá trị TPCP phát hành thông qua đấu thầu trong 5 tháng đầu năm 2026 là 159.186 tỷ đồng, đạt 31,8% kế hoạch cả năm (500.000 tỷ đồng). Trong đó, giá trị TPCP phát hành trong tháng 4 và tháng 5 đạt 71,8% kế hoạch quý II (110.000 tỷ đồng).

Diễn biến giao dịch Outright và Repo theo tháng TPCP (nghìn tỷ đồng)



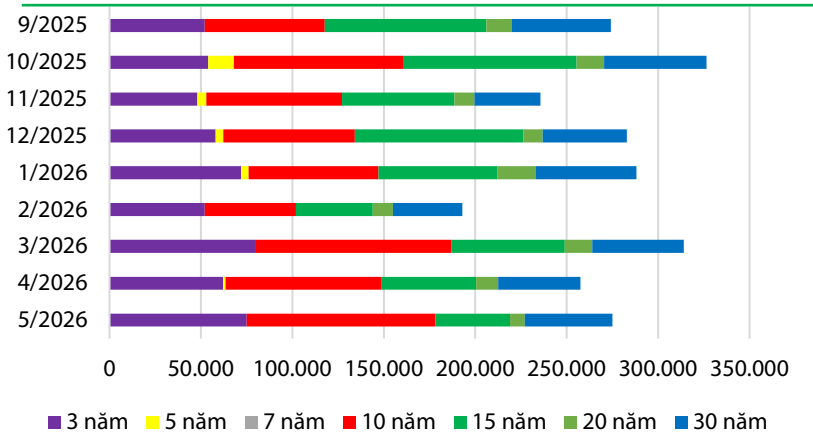
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Vùng lợi suất giao dịch theo kỳ hạn còn lại



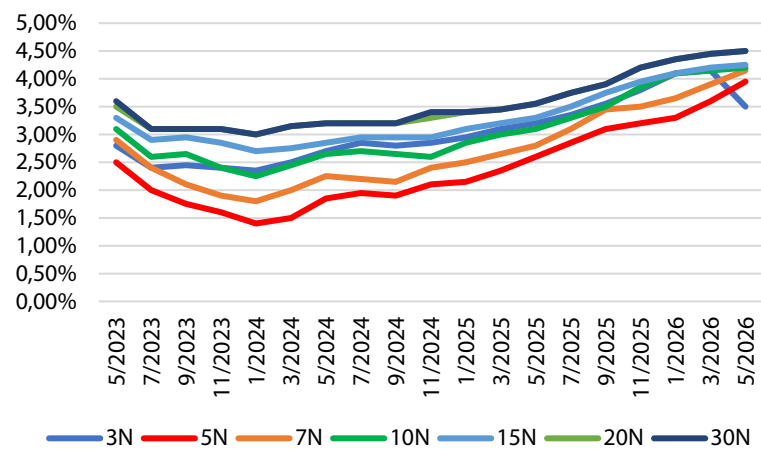
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị giao dịch theo kỳ hạn (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

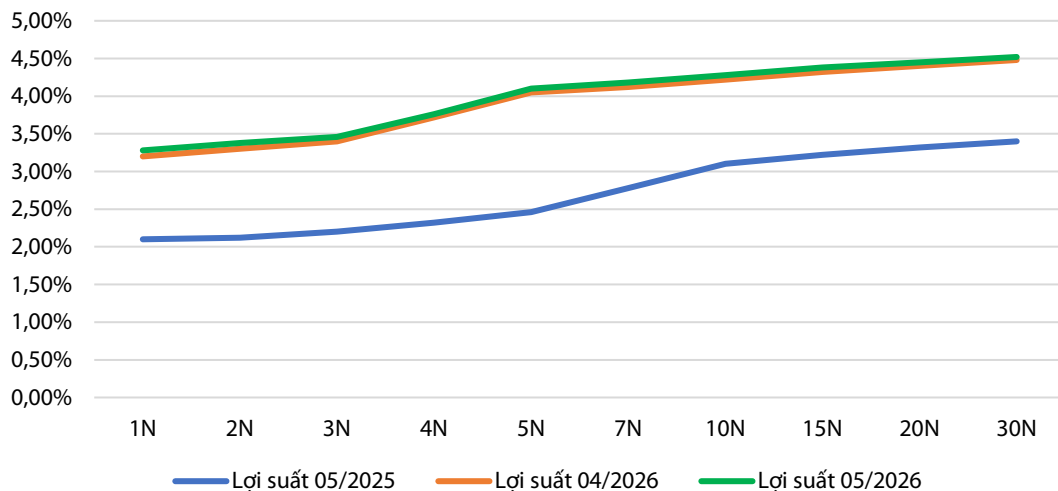
Diễn biến lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp tại các kỳ hạn



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

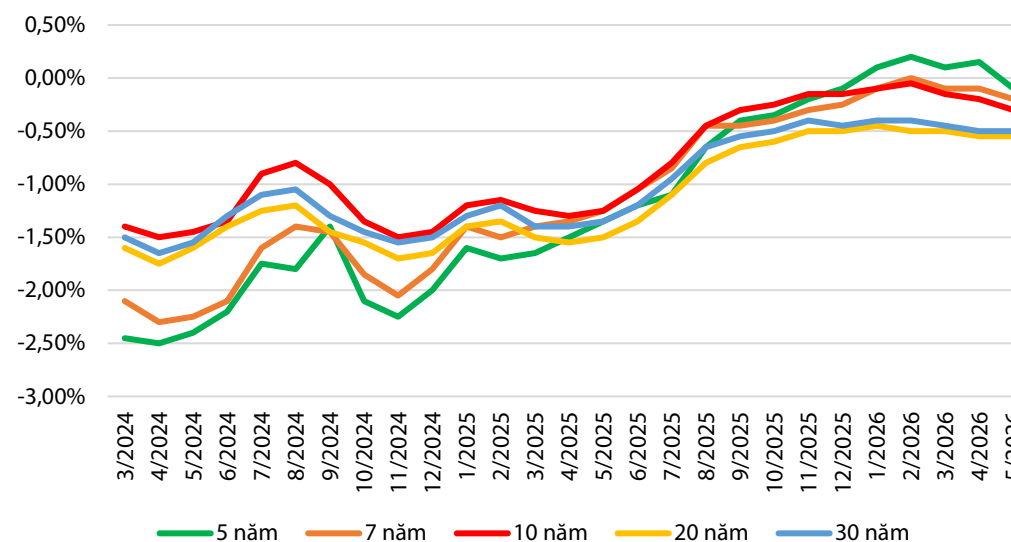
- Giá trị giao dịch thông thường (Outright) là 222.535 tỷ đồng (tăng 6% so với tháng trước) và giao dịch mua bán lại (Repo) là 76.681 tỷ đồng (giảm 30%).
- Thanh khoản trung bình/ngày của giao dịch Outright ở mức 11.127 tỷ đồng và của giao dịch Repo là 3.834 tỷ đồng, lần lượt tăng 15% và giảm 9% so với cùng kỳ năm trước.
- Trái phiếu kỳ hạn 10 năm, 15 năm và 30 năm chiếm phần lớn giá trị giao dịch trên thị trường thứ cấp, lần lượt là 46%, 18% và 32% tổng số.
- Lợi suất TPCP Việt Nam (tăng nhẹ ở tất cả các kỳ hạn. Lợi suất kỳ hạn 5 năm gần như đi ngang so với cuối tháng trước, trong khi lợi suất các kỳ hạn ngắn hơn (1 - 3 năm) và kỳ hạn 15 năm tăng từ 4,0 – 4,6 đcb. Lợi suất kỳ hạn 4 năm và các kỳ hạn dài từ 7 - 30 năm tăng khiêm tốn hơn, từ 0,9 – 2,5 đcb so với cuối tháng trước.

So sánh lợi suất TPCP tại các thời điểm xác định



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

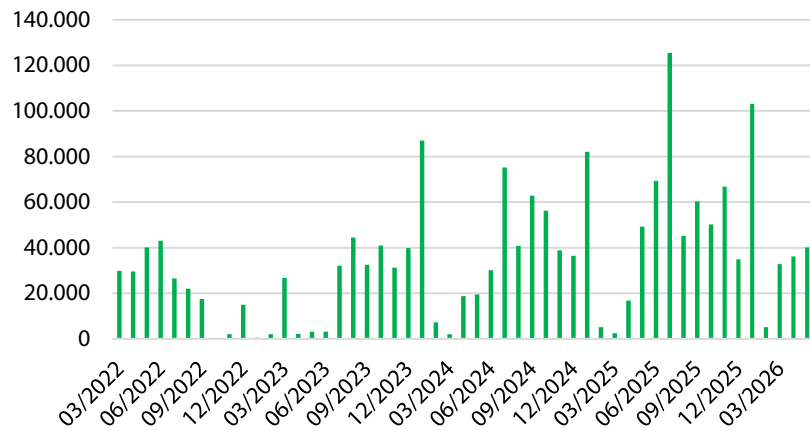
Chênh lệch lợi suất TPCP Việt Nam-Hoa Kỳ



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

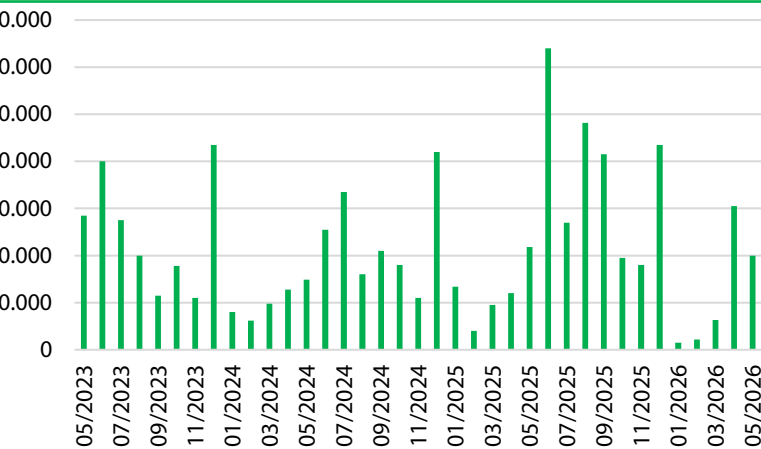
- Thu ngân sách nhà nước lũy kế đến tháng 5/2026 đạt 1,34 triệu tỷ đồng, hoàn thành gần 53% dự toán cả năm, trong khi chi ngân sách mới đạt khoảng 26,7% dự toán. Tiền gửi Kho bạc Nhà nước tại bốn ngân hàng thương mại nhà nước tính đến ngày 22/05 đạt 752 nghìn tỷ đồng. Khi tốc độ thu ngân sách vượt xa tốc độ giải ngân, một lượng VND tạm thời rút khỏi lưu thông trong hệ thống ngân hàng, dù Kho bạc Nhà nước nỗ lực tái gửi một phần trở lại. Lũy kế đến ngày 31/05/2026, giải ngân vốn đầu tư công đạt 219.359 tỷ đồng, tương đương khoảng 22% kế hoạch, đặt ra yêu cầu tăng tốc đáng kể cho các quý còn lại và tạo cú huých cho thị trường TPCP.
- Lợi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục nhích tăng đều đặn theo xu hướng đã được ghi nhận trong các kỳ trước. Đường cong lợi suất tháng 05/2026 dịch lên so với tháng 04/2026 ở hầu hết các kỳ hạn, kỳ hạn 30 năm tiến sát vùng 4,6%/năm. Phía cầu đang thu hẹp dần: các ngân hàng thương mại vốn là nhóm mua truyền thống đang hạn chế mở rộng danh mục trái phiếu Chính phủ do các rủi ro cân đối (**đặc biệt là rủi ro thanh khoản khi tỷ lệ dư nợ tín dụng trên vốn huy động đã ở mức cao, đồng thời tình trạng carry âm vẫn chưa được cải thiện** (lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (4,5%/năm) cao hơn lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm (khoảng 4,2%/năm)), khiến động lực mua tích lũy suy yếu. Lực cầu hiện tập trung chủ yếu ở khối bảo hiểm với khoảng 126 nghìn tỷ đồng lũy kế từ đầu năm, trong khi khối ngân hàng thương mại chỉ tham gia khoảng 29 nghìn tỷ đồng. Hệ quả là nhiều phiên đấu thầu ghi nhận lượng trúng thầu thấp hơn lượng gọi thầu, tổng phát hành lũy kế đến cuối tháng 5 đạt 159,186 nghìn tỷ đồng, tương đương 31,8% kế hoạch năm 500.000 tỷ đồng.
- Chênh lệch lợi suất TPCP Mỹ – Việt Nam nói rộng đáng kể trong nửa đầu tháng 5, trước khi thu hẹp trở lại vào cuối tháng. Cụ thể, chênh lệch kỳ hạn 5 năm nói rộng từ -3 đcb lên -27 đcb vào ngày 19/5, sau đó thu hẹp về -1 đcb, trong khi đó, kỳ hạn 10 năm cũng diễn biến tương tự khi từ -22 đcb xuống -43 đcb rồi lại hồi phục về -13 đcb vào cuối tháng. Nhà đầu tư nước ngoài bán ròng 136 tỷ đồng TPCP trong tháng 5/2026.

Giá trị phát hành TPDN theo tháng (nghìn tỷ đồng)



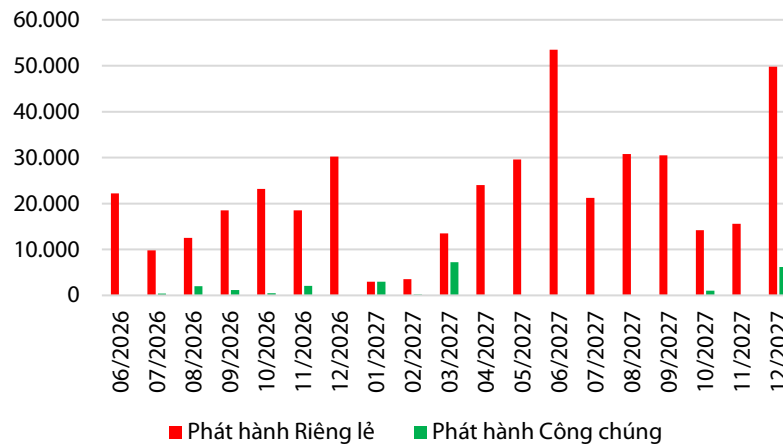
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị mua lại TPDN trước hạn (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt

Giá trị đáo hạn TPDN đến cuối năm 2027 theo tháng (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành theo ngành (tỷ đồng)

Ngành nghề	Tỷ trọng (%)	Giá trị ước tính (tỷ đồng)
Ngân Hàng	48,0%	61128
Bất Động Sản	44,0%	56034
Chứng Khoán	1,5%	1910
Tài Chính	1,0%	1274
Công Nghiệp	0,3%	382
Tiêu Dùng	0,2%	255
Khác	5,0%	6368

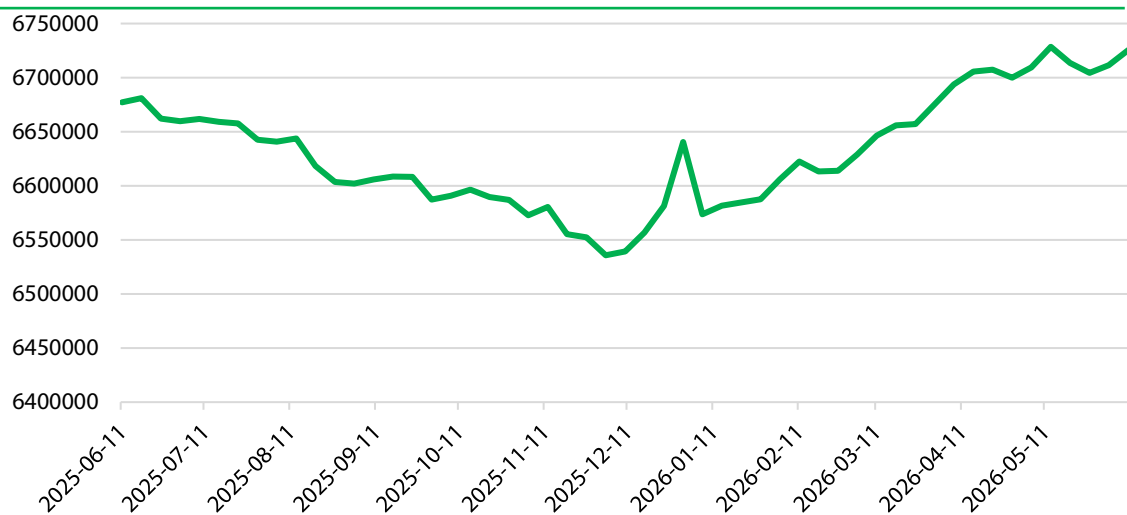
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Tháng 5/2026, thị trường trái phiếu doanh nghiệp ghi nhận tổng giá trị phát hành đạt 40.262 tỷ đồng, tăng 21,46% so với tháng trước. Tuy nhiên, con số này giảm 42% so với cùng kỳ năm ngoái. Tính chung 5 tháng đầu năm, tổng giá trị phát hành riêng lẻ 107.018 tỷ đồng và giá trị phát hành ra công chúng là 20.333 tỷ đồng.
- Cơ cấu phát hành dịch chuyển mạnh khi nhóm bất động sản chiếm khoảng 44% tổng quy mô, gấp đôi so với cùng kỳ, trong khi tỷ trọng của khối ngân hàng giảm xuống còn khoảng 48%.
- Tính đến ngày 29/5/2026, thị trường ghi nhận tới 29 đợt phát hành trái phiếu doanh nghiệp theo hình thức riêng lẻ với tổng giá trị đạt 36.263 tỷ đồng, cùng với 3.999 tỷ đồng đến từ 4 đợt phát hành ra công chúng.
- Áp lực thanh khoản gia tăng đã buộc các ngân hàng thương mại phải điều chỉnh tăng lãi suất tiền gửi nhằm duy trì và thu hút dòng vốn, qua đó khiến chi phí huy động vốn leo thang. Diễn biến này được xem là một trong những nguyên nhân chính làm suy giảm tỷ trọng phát hành trái phiếu của khối ngân hàng trong những tháng đầu năm.

Tổ chức phát hành	Ngành	GTPH (tỷ đồng)	Mã TP	Phương thức PH	Ngày phát hành	Lãi suất	Kỳ hạn (năm)
NHTMCP Bắc Á	NGÂN HÀNG	1.000	BAB12604	RIÊNG LẺ	14/5/2026	6 THÁNG ĐẦU: 8,6%/NĂM CÁC KỶ SAU: VNIBOR 3T + 0,8%/NĂM (XÁC ĐỊNH LẠI MỖI 3 THÁNG)	2,00
NHTMCP Bắc Á	NGÂN HÀNG	1.000	BAB12603	RIÊNG LẺ	13/5/2026	8.4%/NĂM	2,00
NHTMCP Quân Đội	NGÂN HÀNG	3.500	MBB12603	RIÊNG LẺ	12/5/2026	BQLSTKCN 12T VNĐ (VCB, BIDV, CTG, AGRIBANK) + 2,3%/NĂM; TRƯỜNG HỢP KHÔNG MUA LẠI (NĂM 6-10): + 4,0%/NĂM	10,00
NHTMCP Phương Đông	NGÂN HÀNG	1.000	OCB12605	RIÊNG LẺ	28/5/2026	8.6%/NĂM	2,00
NHTMCP Phương Đông	NGÂN HÀNG	1.000	OCB12604	RIÊNG LẺ	26/5/2026	8.5%/NĂM	3,00
NHTMCP Kỹ Thương Việt Nam	NGÂN HÀNG	3.500	TCB12607	RIÊNG LẺ	27/5/2026	8.4%/NĂM	3,00
CTCP Đầu tư SCOMMERCE	TIỆN ÍCH	580	SCM12601	RIÊNG LẺ	22/5/2026	6.7%/NĂM	7,00
CTCP Năng lượng Tái tạo Trung Nam	NĂNG LƯỢNG	173	TRE32602	RIÊNG LẺ	18/5/2026	KỶ ĐẦU: 10,70%/NĂM CÁC KỶ SAU: BQLSTKCN 12T VNĐ (CTG, AGRIBANK, VCB, BIDV) + 5,50%/NĂM	1,00
NHTMCP Quân Đội	NGÂN HÀNG	200	MBB12609	RIÊNG LẺ	26/5/2026	8.3%/NĂM	10,00
CTCP Đầu tư Xây dựng Thái Sơn	BẤT ĐỘNG SẢN	2.000	TSO12602	RIÊNG LẺ	15/5/2026	12.5%/NĂM	3,00
CT Tài chính Tổng hợp Cổ phần Điện lực	TÀI CHÍNH	550	EVF12602	RIÊNG LẺ	20/5/2026	8.5%/NĂM	7,00
CT Tài chính TNHH Một thành viên Home Credit Việt Nam	TÀI CHÍNH	150	HCV12601	RIÊNG LẺ	20/5/2026	9.8%/NĂM	3,00
NHTMCP Phương Đông	NGÂN HÀNG	1.000	OCB12603	RIÊNG LẺ	21/5/2026	8.6%/NĂM	3,00

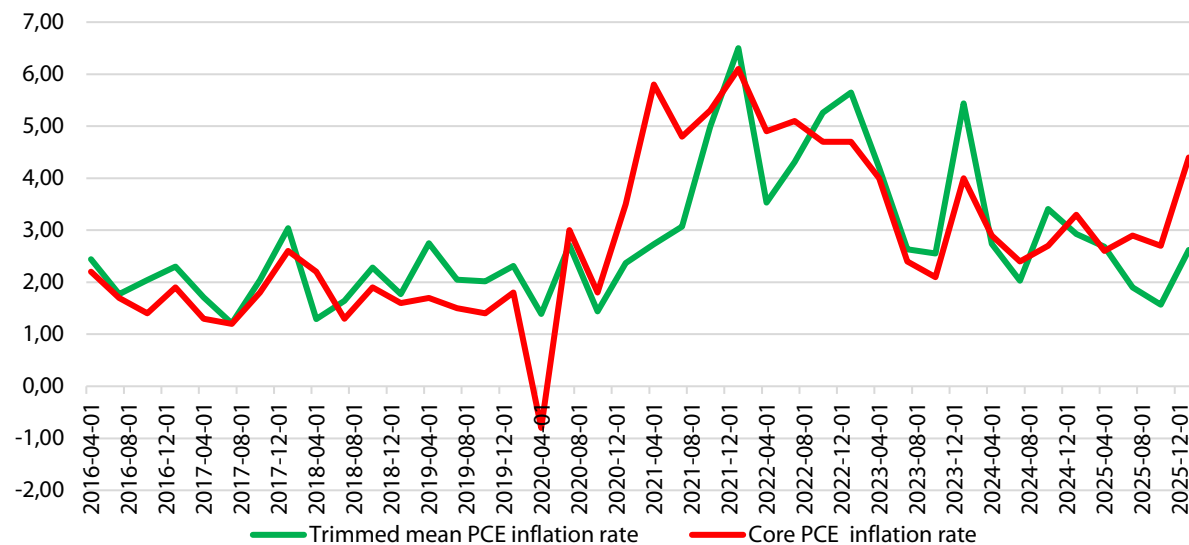
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Bảng cân đối của Fed tiếp tục mở rộng – QE vẫn chưa có dấu hiệu suy giảm (triệu USD)



Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

Trimmed mean PCE – thước đo lạm phát mà Chủ tịch Kenvin Warsh muốn áp dụng

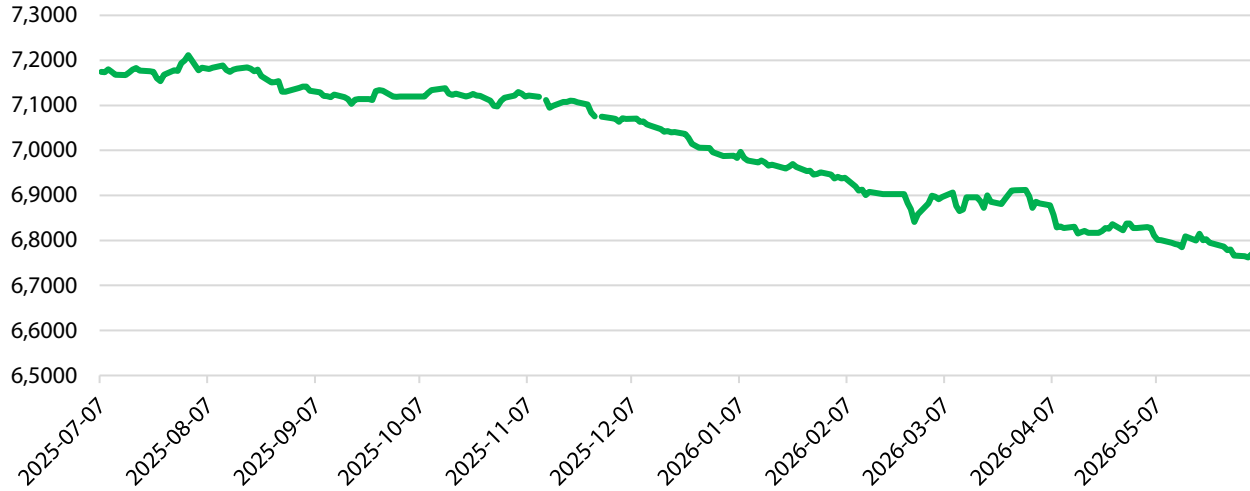


Nguồn: Fred, CTCK Rồng Việt

- FED thực sự đang cố gắng giúp Bộ Tài chính Hoa Kỳ hạ lãi suất trái phiếu Chính phủ (UST) trong bối cảnh lợi suất UST tăng cao nhất từ năm 2007. Trong các biên bản họp thì FED mua lại UST kỳ hạn ngắn để gia tăng thanh khoản cho thị trường. Bên cạnh đó, dự trữ cân đối (Reserve Balance) chưa tăng lên (còn dư địa để mua thêm UST) nhưng bảng cân đối của FED lại nở ra khá nhanh (~30 tỷ USD/tháng). Tốc độ mở rộng này lớn hơn cả đợt thu hẹp (QT) năm 2024 (~25 tỷ USD). Do đó, tốc độ mở rộng này còn tiếp tục dù cho Tân Chủ tịch là một nhân vật không thích QE (nới lỏng định lượng), nhưng việc phối hợp chặt chẽ với Bộ Tài chính là ưu tiên hàng đầu nếu Warsh muốn đạt được tham vọng cải cách Fed.
- Ngày 10/6/2026, CPI tháng 5 của Hoa Kỳ được công bố với mức tăng 4,2% so với tháng trước, mức cao nhất trong 2 năm qua. Tuy nhiên, sự phân hóa giữa lạm phát lõi và lạm phát toàn phần là điều đáng chú ý, khi lạm phát lõi chỉ tăng 0,1 điểm phần trăm. Điều này cho thấy Fed ít có động lực tăng lãi suất và nhìn xa hơn nếu sử dụng thước đo Trimmed mean PCE (*) của Tân Chủ tịch Kenvin Warsh đề xuất thì lạm phát ngày càng tiệm cận mức 2% và việc tăng lãi suất gần như không xảy ra.
- Tuy nhiên, việc chiến sự Trung Đông vẫn còn dai dẳng (kỳ vọng cải thiện tình hình vào cuối quý 2/2026) có thể khiến trong ngắn hạn lạm phát kỳ vọng neo cao, tuy nhiên, để giảm lạm phát kỳ vọng thì các công cụ như định hướng chính sách tiền tệ thông qua truyền thông (forward guidance) vẫn cần được sử dụng dù Tân Chủ tịch là người thích sự "im lặng".

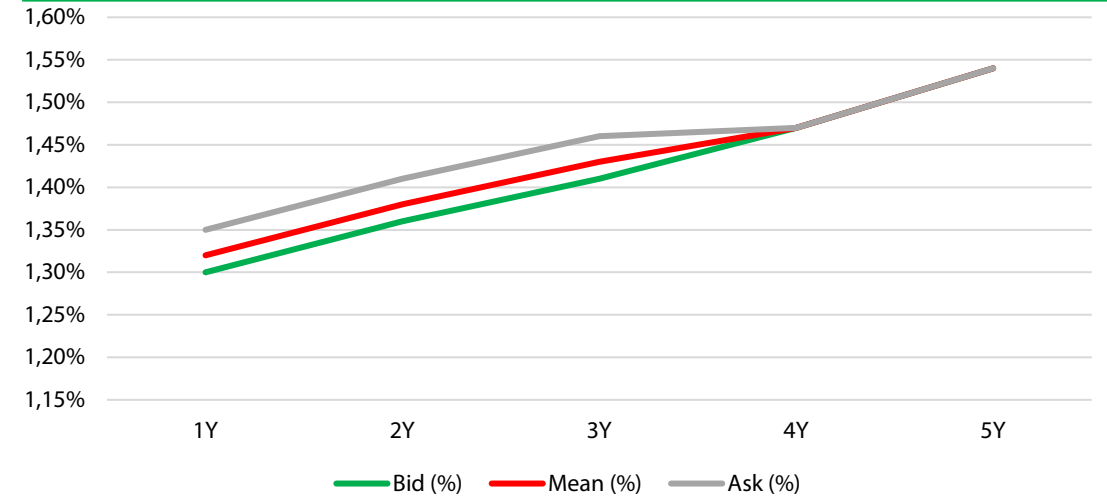
(*) Trimmed mean PCE: Trimmed-PCE khác core PCE ở chỗ thay vì loại bỏ 2 mặt hàng cố định là năng lượng và lương thực ra khỏi trọng số tính thì Trimmed-PCE sẽ loại bỏ 2 mặt hàng có mức tăng cao nhất. Ví dụ nếu giá dầu tăng cao quá trong tháng do chiến tranh thì chắc chắn sẽ loại bỏ giá dầu, tháng sau do giá dầu tăng cao nên tạo tác động tới các mặt hàng nông sản thì giá lương thực sẽ bị loại bỏ.

Diễn biến tỷ giá USDCNY – một đồng Nhân dân tệ đang mạnh lên từng ngày



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

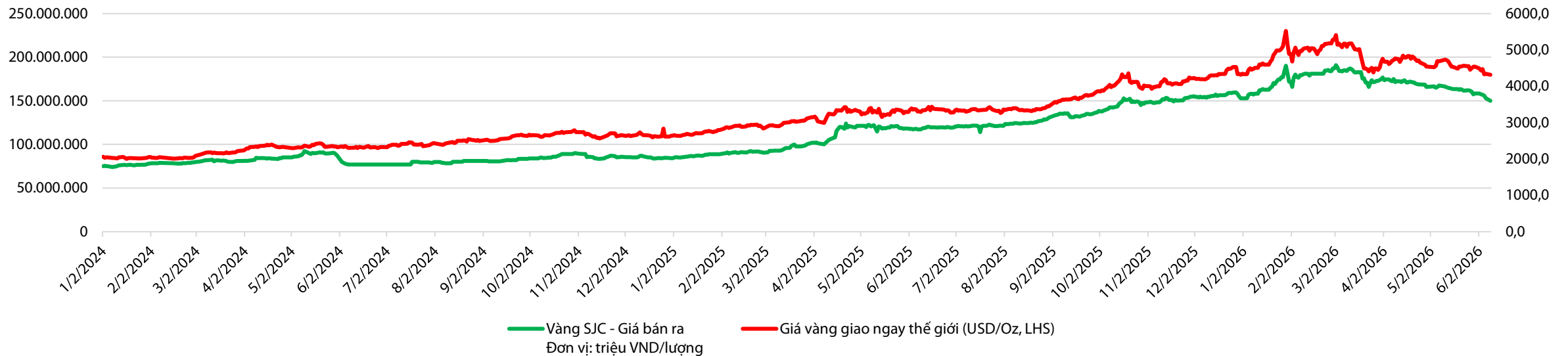
Đường cong chênh lệch lãi suất giữa CNY và USD (CCS curve) – sự ổn định đáng kinh ngạc của đồng Nhân dân tệ



Nguồn: Trung tâm Quốc gia giao dịch liên ngân hàng Trung Quốc, CTCK Rồng Việt

- Nếu để ý có thể thấy Ngân hàng Nhân dân Trung Quốc (PBoC) ngày càng hạ các mức lãi suất chính sách nhằm hạ lãi suất thị trường cũng như khiến các hợp đồng hoán đổi lãi suất (IRS) giảm theo, đồng thời kéo theo điểm swap (swap point) âm sâu (chi phí phòng hộ tăng). Dù vậy, tỷ giá USDCNY lại không bị biến động quá mạnh, nếu như bỏ qua yếu tố tài khoản vốn bị quản lý chặt bởi PBoC và SAFE (Ủy ban quản lý dự trữ ngoại hối Nhà nước), nguyên nhân chính gần như chắc chắn đến từ bộ đệm dự trữ ngoại hối của Trung Quốc.
- Đối với tầng quản lý ngoại hối đầu tiên là PBoC, tính đến cuối 2025, quy mô tài sản đã đạt 3.751 tỷ USD. Trong đó, riêng dự trữ ngoại hối bằng tiền và chứng khoán chiếm khoảng 89% tổng tài sản (hiện nay mặc dù TQ đã giảm tỷ lệ sở hữu TPCP Hoa Kỳ, nhưng theo số liệu về China's External Portfolio Investment Assets, thì Trung Quốc vẫn tăng đầu tư vào Mỹ - từ 330 tỷ USD lên 364 tỷ USD tính đến T12/2025).
- Ở tầng 2, quản lý ngoại hối là hệ thống ngân hàng thì vị thế tài sản đối ngoại ròng của khối NHTM: +567 tỷ USD (Tài sản 1.977 tỷ USD - Nợ 1.411 tỷ USD) cho thấy bản thân các ngân hàng thương mại này đang sở hữu một kho dự trữ ngoại tệ thu nhỏ lên tới hơn 566 tỷ USD nằm ngoài sổ sách dự trữ chính thức của NHTW. Ngoài ra, tính đến cuối 2025, NHTW cũng duy trì một khoản tiền gửi trị giá 63,5 tỷ USD tại chính các ngân hàng thương mại nội địa (kênh tiếp vốn, hỗ trợ thanh khoản ngoại tệ trực tiếp từ NHTW xuống các NHTM khi cần thiết). Điều này cho thấy hệ thống Trung Quốc cực kỳ thừa thanh khoản USD và huy động USD trong hệ thống nhìn chung không căng thẳng, thể hiện phần nào qua CCS curve (đường cong biểu diễn chênh lệch lãi suất (basis spread) giữa hai loại tiền tệ khác nhau) duy trì ổn định và bid-ask spread gần như bằng 0 trong thời gian dài cho thấy thanh khoản USD trên thị trường offshore của Nhân dân tệ (RMB) nhìn chung vẫn tương đối dồi dào. Theo đó, dù có bơm thêm RMB vào hệ thống thì cũng không quá lo về vấn đề tỷ giá và thậm chí còn thừa sức can thiệp vào tỷ giá (nhưng mà trường hợp này thì PBoC thường ưu tiên siết thanh khoản RMB tại Hong Kong hơn là bán trực tiếp USD dự trữ).
- Ngoài ra, Trung Quốc còn có dòng vốn cấu trúc dài hạn với thặng dư thương mại liên tục và dòng FDI inflow (trung bình vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài vào Trung Quốc đạt 53,394 tỷ USD từ năm 1997 đến năm 2026) giúp cung USD nội địa luôn ổn định. Và lần này rất khác, họ không can thiệp để làm Nhân dân tệ yếu đi, cho thấy mô hình tăng trưởng ngày càng dịch chuyển vào tiêu dùng nội địa.

Diễn biến giá vàng thế giới và giá vàng SJC



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Chiến tranh Iran đã tạo ra một chuỗi phản ứng dây chuyền: giá nhiên liệu tăng và duy trì ở mức cao gây ra những lo ngại về lạm phát trên quy mô toàn cầu, từ đó kích hoạt kỳ vọng các ngân hàng trung ương thế giới sẽ nâng lãi suất để đối phó với lạm phát. Đồng thời, nguy cơ suy thoái kinh tế gây ra bởi giá nguyên liệu đầu vào tăng cao, thúc đẩy các nhà đầu tư trú ẩn vào đồng USD, giúp đồng tiền này mạnh lên. Môi trường lãi suất cao và đồng USD mạnh là yếu tố liên tục gây sức ép lên giá vàng.
- Dù vậy, giá vàng thế giới chỉ thực sự lao dốc sau khi số liệu Bảng lương Phi Nôngnghiệp Mỹ được công bố vào ngày 05/6/2026 và chỉ số lạm phát (CPI) của Mỹ được công bố vào ngày 10/6/2026. Thị trường lao động vẫn khỏe mạnh bất chấp những áp lực bên ngoài và áp lực lạm phát gia tăng, càng củng cố kỳ vọng Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (Fed) sẽ nâng lãi suất trong năm 2026, tạo sức ép lên giá vàng.
- Ngoài tác động của giá vàng thế giới, thị trường vàng nội địa yếu cũng là yếu tố khiến giá vàng trong nước giảm mạnh hơn so với giá vàng thế giới, khiến chênh lệch giá vàng SJC so với giá vàng thế giới, co hẹp lại chỉ còn hơn 6 triệu/lượng, mức thấp nhất kể từ tháng 04/2025. Sau khi giá vàng giảm mạnh khi chiến tranh Iran bùng nổ và tiếp tục suy yếu cho đến nay, nhu cầu mua vàng của người dân sụt giảm mạnh. Kèm theo đó là lãi suất huy động tiền gửi trong nước liên tục tăng, khiến cho nhiều người dân không còn mặn mà với việc mua vàng. Với nhu cầu yếu như vậy, việc giá vàng thế giới giảm mạnh đã kích thích làn sóng chốt lời, bán tháo của những nhà đầu tư đang nắm giữ vàng, trước lo ngại “bán nhanh để tránh lỗ”, khiến giá vàng trong nước giảm sâu hơn.
- Trong thời gian tới, giá vàng sẽ tiếp tục xu hướng giảm, nhưng mức độ giảm sẽ nhẹ hơn. Khi các yếu tố gây áp lực lên giá như đồng USD không mạnh lên hay kỳ vọng vào việc nâng lãi suất sẽ có sự điều chỉnh thì giá vàng sẽ phục hồi. Thị trường sẽ rơi vào giai đoạn chờ đợi các thông tin vĩ mô để đánh giá sức khỏe của nền kinh tế thế giới và xác định kỳ vọng cho chính sách của Fed trong tương lai. Trong đó, chỉ báo nhạy cảm nhất sẽ là tiến trình đàm phán hòa bình giữa Mỹ và Iran, cũng như khả năng khôi phục hoạt động của eo biển Hormuz.

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.**

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Nguyễn Thị Phương Lam – Giám đốc Trung tâm Phân tích

+84 28 6299 2006 Ext : 1313

lam.ntp@vdsc.com.vn

Đỗ Thạch Lam – Trưởng phòng Cao cấp

+84 28 6299 2006 Ext : 1524

lam.dt@vdsc.com.vn

Trần Thị Ngọc Hà – Trưởng phòng Vận hành

+84 28 6299 2006 Ext : 1526

ha.ttn@vdsc.com.vn



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