RONG VIET SECURITIES

BÁO CÁO THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ VÀ TRÁI PHIẾU VIỆT NAM 04/2026

THANH KHOẢN, LÃI SUẤT VÀ CÂU CHUYỆN TRÁI PHIẾU

Bùi Duy Khoa

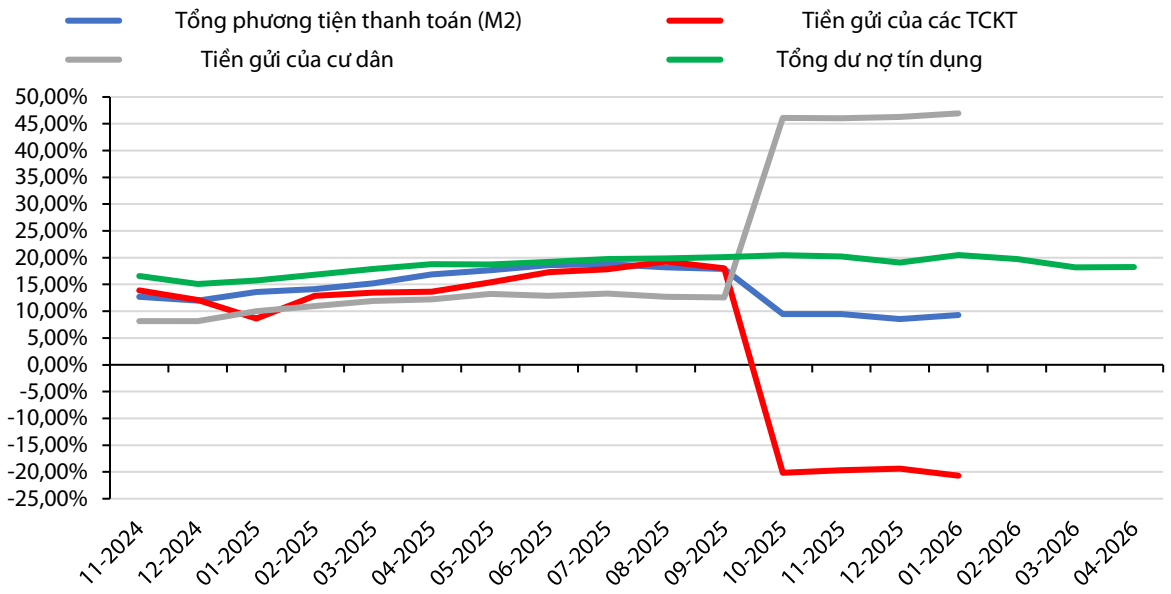
khoa.bd@vdsc.com.vn

NHỮNG ĐIỂM NHẤN CHÍNH

- **Về huy động – tín dụng**: Tính đến ngày 28/4/2026, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt trên 19,4 triệu tỷ đồng, tăng 4,42% so với cuối năm 2025.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 nguồn M3 như GTCG hoặc vay nước ngoài sẽ tiếp tục gây áp lực chi phí vốn của ngân hàng.
- **Về mặt bằng lãi suất**: Tháng 04/2026, mặt bằng lãi suất qua đêm (O/N) trên kênh liên ngân hàng tiếp tục duy trì quanh vùng 5%, với biên độ giao dịch tương đối hẹp và không xuất hiện những nhịp tăng mạnh như giai đoạn trước đó.. Trong tháng 04/2026, dưới định hướng điều hành mới, mặt bằng lãi suất huy động trên thị trường 1 ghi nhận tín hiệu hạ nhiệt nhất định. Tuy nhiên, mức điều chỉnh nhìn chung vẫn tương đối khiêm tốn (vẫn có nguy cơ tăng lên lại) và chưa đủ tạo ra sự thay đổi rõ nét về mặt bằng chi phí vốn, đặc biệt ở nhóm ngân hàng cần duy trì thanh khoản ổn định và đảm bảo chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng (Trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng các ngân hàng thương mại đến cuối kỳ ở mức 8,31%, tăng 2,53 điểm phần trăm so với đầu năm.)
- **Về tỷ giá:** Swap USD/VND trong tháng chủ yếu dao động trong biên độ +0 đến +3%, phản ánh định hướng điều hành theo hướng cầm chừng và giữ ổn định mặt bằng kỳ vọng tỷ giá: không để USD/VND bật tăng mạnh gây hiệu ứng tâm lý, nhưng cũng chưa vội kéo tỷ giá giảm nhanh khi rủi ro bên ngoài vẫn còn treo lơ lửng. Nhìn chung, tháng 04/2026 là giai đoạn "giữ nhịp", trong đó tỷ giá được ưu tiên ổn định hơn là hình thành một xu hướng mới
- **Về thị trường TPCP**: Tình trạng "Negative Carry" (chi phí vốn để duy trì trái phiếu cao hơn lợi suất đầu tư) đã triệt tiêu động lực kinh doanh của khối ngân hàng thương mại, khiến họ chỉ mua trái phiếu nhằm mục đích đảm bảo các chỉ số an toàn thanh khoản theo quy định thay vì tìm kiếm lợi nhuận thông qua giao dịch chênh lệch giá (và cũng không thể gia tăng lượng nắm giữ vì đối mặt các rủi ro cân đối). Với lợi suất đi ngang quanh mốc 4% trong khi chi phí vốn đắt đỏ (với lãi suất sàn là lãi suất OMO: 4.5%), thị trường trái phiếu Chính phủ hiện đang rơi vào trạng thái bế tắc, rất cần những cơ chế điều tiết linh hoạt hơn hoặc một "cú hích" chính sách đủ mạnh để khơi thông nguồn lực tài chính cho các dự án đầu tư công trọng điểm của Nhà nước.
- **Về thị trường TPDN**: Trong 4 tháng đầu năm 2026, giá trị phát hành riêng lẻ TPDN là 62,540 tỷ đồng (chủ yếu vẫn là nhóm ngân hàng và BĐS) và giá trị phát hành ra công chúng là 15,334 tỷ đồng. Trong tháng 4, các doanh nghiệp đã mua lại 16,663 tỷ đồng trái phiếu trước hạn, tăng 37,6% so với cùng kỳ năm 2025.
- **Điểm nhấn chính sách**: ngày 29/4/2026, NHNN giới thiệu các tỷ lệ an toàn vốn, an toàn thanh khoản theo chuẩn Basel III và lộ trình các NHTM đáp ứng chuẩn Basel III sẽ là cơ hội để phát triển các kênh dẫn vốn mới nhằm giảm tải áp lực lên hệ thống Ngân hàng. Ngày 15/5/2026 : NHNN công bố thông tư số 08/2026/TT-NHNN nhằm tính 20% lượng TGKB vào mẫu số công thức tỷ lệ LDR góp phần giải tỏa căng thẳng thanh khoản trong bối cảnh nguồn TGKB ngày càng đóng vai trò quan trọng với thanh khoản hệ thống (Q12026 đạt 563.035 tỷ đồng).
- **Về thị trường Vàng**: Trong 3 tháng qua, giá vàng liên tục đảo chiều và thu hẹp biên độ dao động, liệu xu hướng tăng kéo dài hơn một năm qua đã thực sự kết thúc? Để trả lời câu hỏi này, cần đánh giá lại từng yếu tố từng hỗ trợ giá vàng như nhu cầu của các NHTW và vai trò trú ẩn của vàng.
- **Tiền tệ quốc tế**: (1) Chương trình tài khóa mới của Thủ tướng Nhật Bản Takaichi Sanae đang tác động mạnh mẽ đến chính sách tiền tệ của nước này thông qua đợt can thiệp sâu rộng của MOF vào đồng Yên nửa đầu tháng 5/2026; (2) chiến sự Iran đang gây áp lực rõ rệt đến lạm phát và dự trữ ngoại hối của các nền kinh tế đặc biệt là ở Ấn Độ, Indonesia và Philippines; (3) Quá trình giảm lạm phát của Mỹ đã bước sang giai đoạn khó hơn. Lạm phát không còn ở đỉnh, nhưng cũng chưa đủ thấp để Fed có thể tự tin xoay trục chính sách. Vì vậy, trong ngắn hạn, rủi ro lớn nhất không phải là Fed cắt chậm hơn kỳ vọng, mà là thị trường đã định giá quá sớm một môi trường nới lỏng chưa được dữ liệu xác nhận.

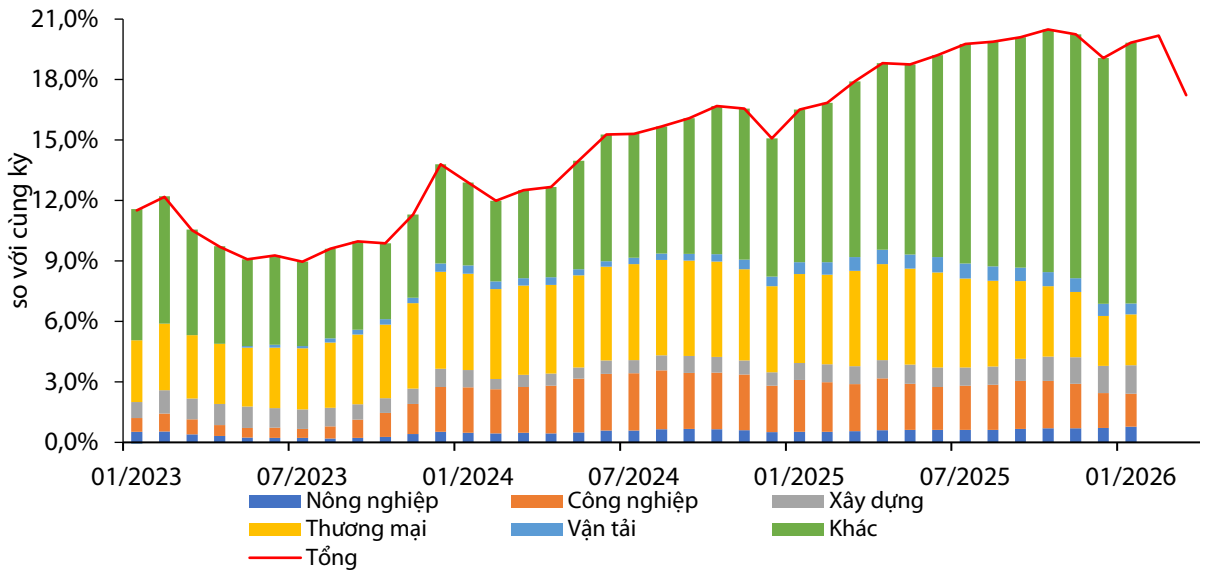
TÍN DỤNG TĂNG TRƯỞNG VÀ BÀI TOÁN CHI PHÍ VỐN

Tăng trưởng tín dụng và cung tiền



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Tăng trưởng tín dụng theo ngành nghề

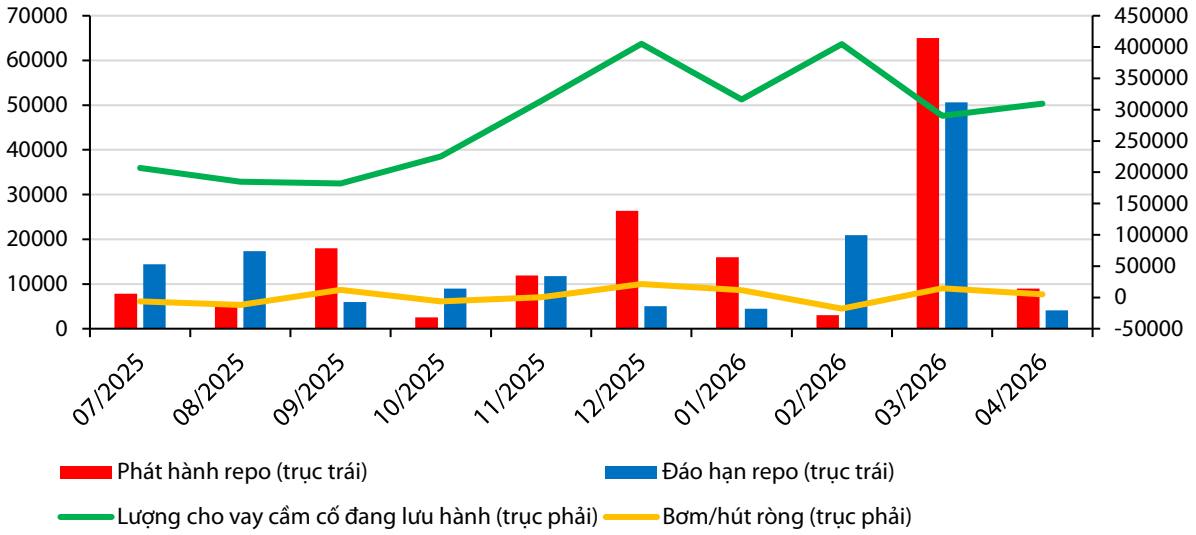


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

- Tính đến ngày 28/4/2026, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đạt trên 19,4 triệu tỷ đồng, tăng 4,42% so với cuối năm 2025; tăng 18,26% so với cùng kỳ năm 2025. Cơ cấu tín dụng tương đối phù hợp với cơ cấu các ngành kinh tế, tín dụng ngành nông nghiệp chiếm khoảng 6%, công nghiệp, xây dựng chiếm 23,5%, dịch vụ chiếm 70,5%.
- 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 hoặc vay nước ngoài sẽ tiếp tục gây áp lực chi phí vốn của ngân hàng và hệ quả là lãi suất huy động khó hạ nhanh.

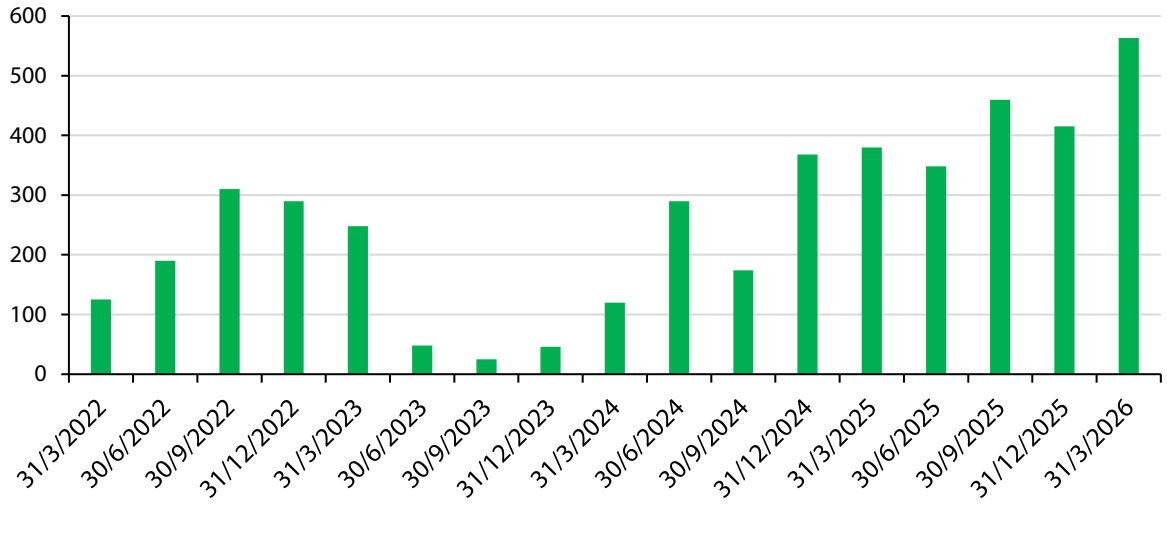
ĐIỀU TIẾT CỦA KÊNH THỊ TRƯỜNG MỞ (OMO) VÀ SỰ PHỤ THUỘC VÀO NGUỒN TIỀN GỬI KBNN

Diễn biến trên thị trường mở giai đoạn 07/2025-04/2026 (nghìn tỷ đồng)



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Tiền gửi KBNN tại hệ thống ngân hàng (nghìn tỷ đồng)

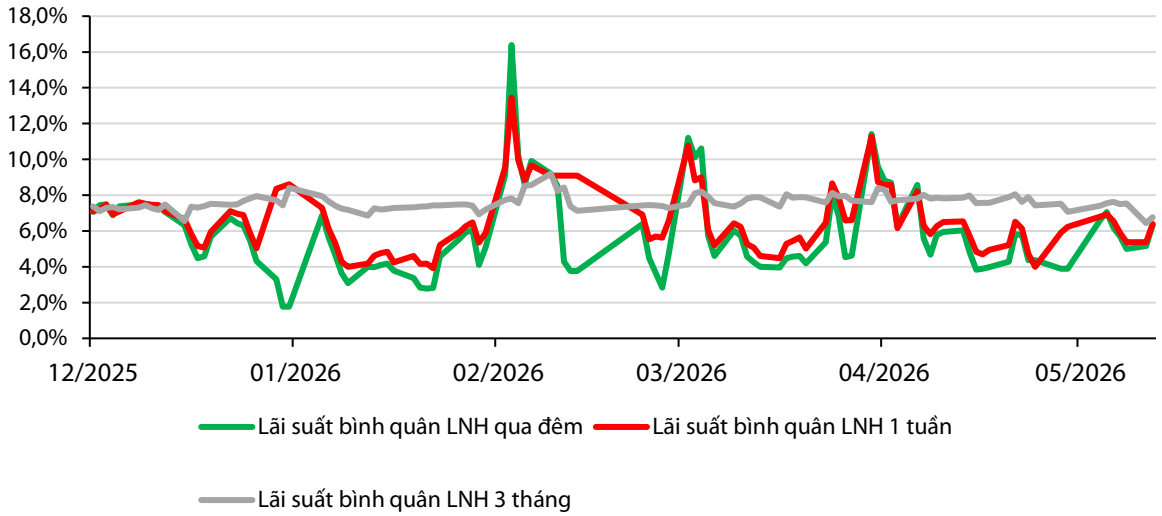


Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

- Hoạt động bơm hút thanh khoản qua công cụ thị trường mở (OMO) trong tháng 4 mang tính ổn định hơn, không ghi nhận các phiên bơm hút lớn đột biến như thường thấy trước và sau dịp Tết Âm lịch. Tổng lượng lưu hành ròng toàn hệ thống trong tháng 4 được duy trì trong khoảng 250 đến 300 nghìn tỷ đồng (lãi suất OMO duy trì ở mức 4.5%). Lượng lưu hành OMO, lượng phát hành – đáo hạn OMO đều thấp hơn tháng 3 còn phản ánh sự khó khăn của thị trường TPCP.
- Tháng 04/2026, mặt bằng lãi suất qua đêm (O/N) trên kênh liên ngân hàng tiếp tục duy trì quanh vùng 5%, với biên độ giao dịch tương đối hẹp và không xuất hiện những nhịp tăng mạnh như giai đoạn trước đó. Diễn biến này phù hợp với định hướng điều hành thận trọng và ổn định của nhà điều hành, thể hiện qua việc kênh Swap USD/VND cũng vận hành trong biên độ không quá rộng, giúp hạn chế biến động bất ngờ trên thị trường ngoại hối.
- Lượng tiền gửi KBNN trong hệ thống ngân hàng tiếp tục tăng, tuy nhiên nghịch lý do Thông tư 22/2019/TT-NHNN tạo ra là Ngân hàng nhóm quốc doanh (Big4) có nguồn TGKB nhưng lại không sử dụng được để cân đối tỷ lệ LDR và hệ thống ngân hàng ngày càng phụ thuộc vào nguồn vốn này để bù dắp cho lượng huy động thiếu hụt (dưới dạng huy động thị trường 2). Ngày 15/5/2026: NHNN công bố thông tư số 08/2026/TT-NHNN tính 20% lượng TGKB vào mẫu số công thức tỷ lệ LDR góp phần giải tỏa căng thẳng thanh khoản trong bối cảnh nguồn TGKB ngày càng đóng vai trò quan trọng với thanh khoản hệ thống (Q12026 đạt 563.035 tỷ đồng- tăng 39% so với cuối năm 2025) và tạo tiền đề để hạ nhiệt mặt bằng lãi suất (chủ yếu là các dòng lãi suất kỳ hạn ngắn và các dòng kỳ hạn dài vẫn neo cao).

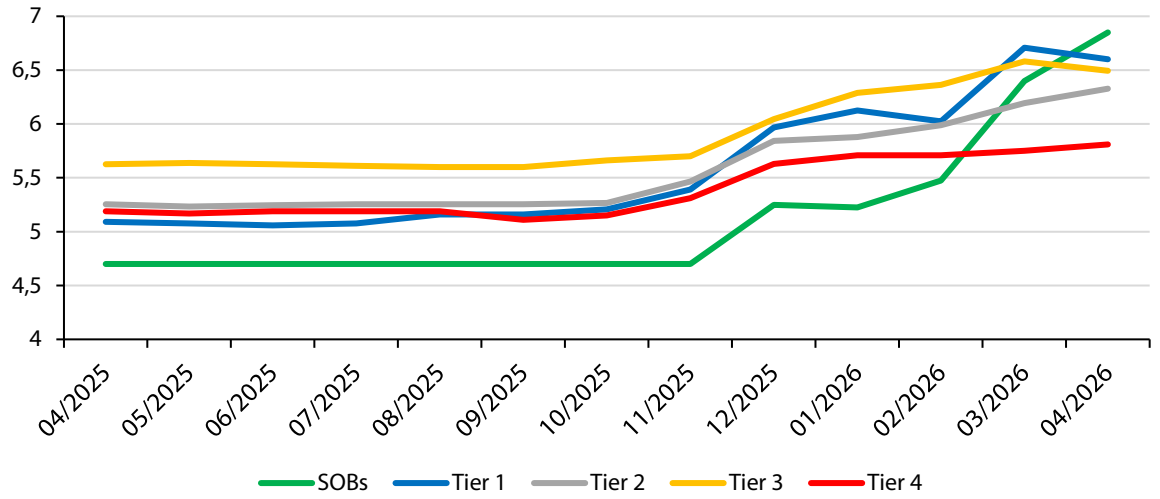
MẶT BẰNG LÃI SUẤT : KHÓ HẠ NHANH TRONG NGẮN HẠN

Lãi suất bình quân liên ngân hàng từ cuối năm 2025 đến nay



Nguồn: NHNN, CTCK Rồng Việt

Diễn biến lãi suất huy động NHTMCP theo nhóm (%)

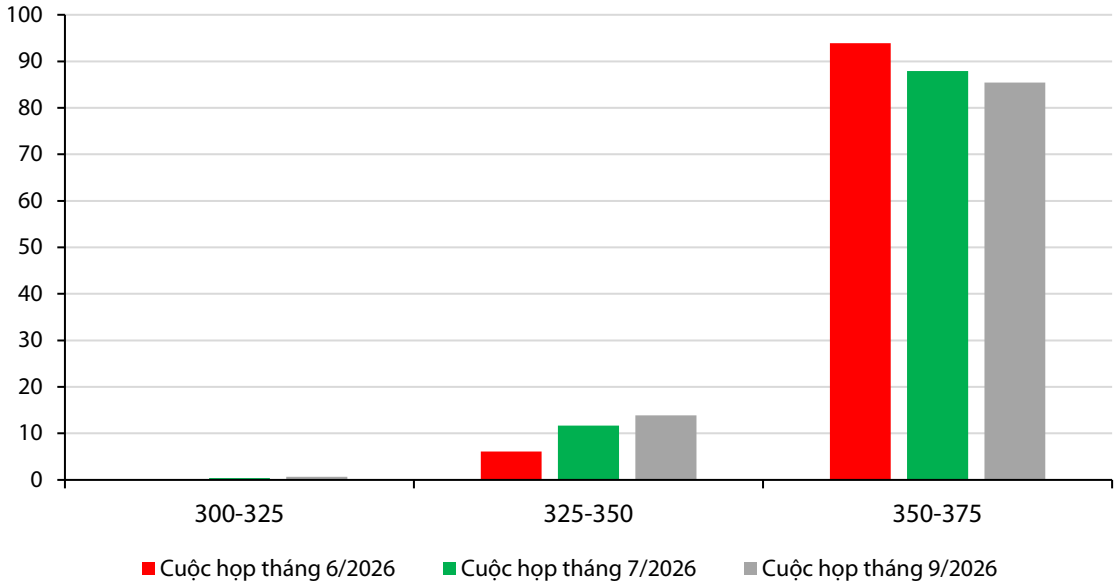


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Trong tháng 04/2026, dưới định hướng điều hành mới, mặt bằng lãi suất huy động trên thị trường 1 ghi nhận tín hiệu hạ nhiệt nhất định. Tuy nhiên, mức điều chỉnh nhìn chung vẫn tương đối khiêm tốn và chưa đủ tạo ra sự thay đổi rõ nét về mặt bằng chi phí vốn, đặc biệt ở nhóm ngân hàng cần duy trì thanh khoản ổn định và đảm bảo chỉ tiêu tăng trưởng tín dụng (Trung bình lãi suất kỳ hạn 12 tháng các ngân hàng thương mại đến cuối kỳ ở mức 8,31%, tăng 2,53 điểm phần trăm so với đầu năm.)
- Trên thực tế, áp lực huy động vẫn hiện hữu ở một số thời điểm, thể hiện qua việc các ngân hàng vẫn phải sử dụng thêm các công cụ linh hoạt để củng cố nguồn vốn trung dài hạn. Điển hình CD kỳ hạn 12 tháng vẫn được chào ở mức nền lãi suất cao (nền 8.x% kỳ hạn 1y) . Tháng 04/2026, mặt bằng lãi suất qua đêm (O/N) trên kênh liên ngân hàng tiếp tục duy trì quanh vùng 5%, với biên độ giao dịch tương đối hẹp và không xuất hiện những nhịp tăng mạnh như giai đoạn trước đó. Diễn biến này phù hợp với định hướng điều hành thận trọng và ổn định của nhà điều hành.
- Trong tháng 4, NHNN đã công bố dự thảo Thông tư sửa đổi Thông tư số 22/2019/TT-NHNN với nhiều tỷ lệ tiệm cận chuẩn Basel III như tỷ lệ LCR, tỷ lệ nguồn vốn ổn định ròng (NSFR). Tuy nhiên, nút thắt thanh khoản tại tỷ lệ LDR vẫn chưa được tháo gỡ và tỷ lệ CDR thay thế cho tỷ lệ LDR (dự kiến áp dụng đầu năm 2028) được thiết kế theo tiêu chuẩn khắt khe hơn (tuy tính thêm 20% TGKB nhưng loại bỏ cấu phần huy động TT2), do đó, buộc các NHTM phải đẩy nhanh nâng cấp lên Basel III để không phải áp dụng tỷ lệ này.

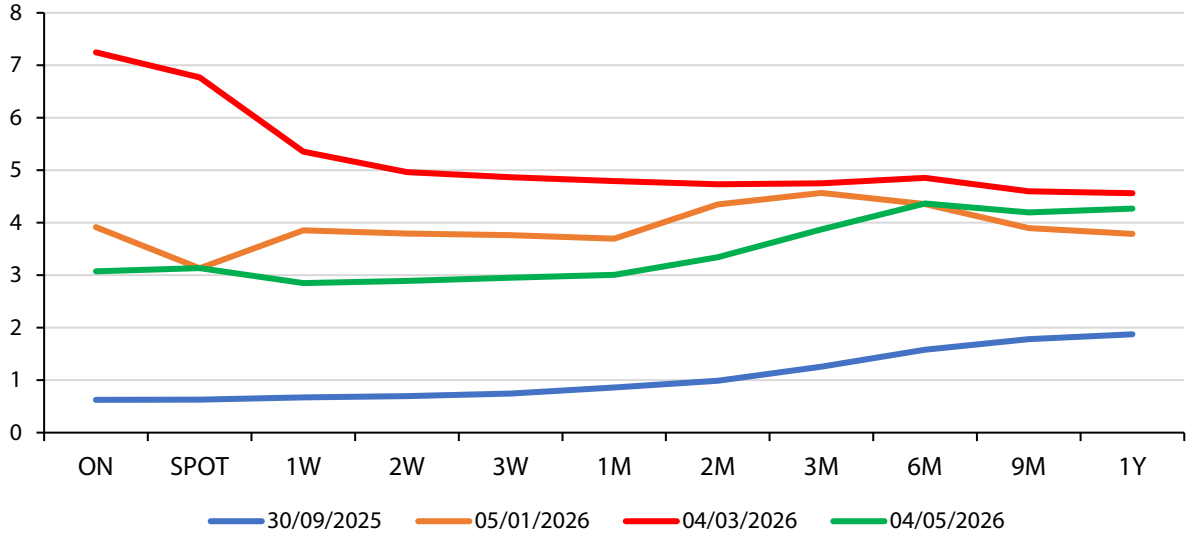
ỔN ĐỊNH TỶ GIÁ LÀ ƯU TIÊN HÀNG ĐẦU TRONG ĐIỀU HÀNH CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ

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



Nguồn: CME, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Swap USD/VND tại các kỳ hạn (%)

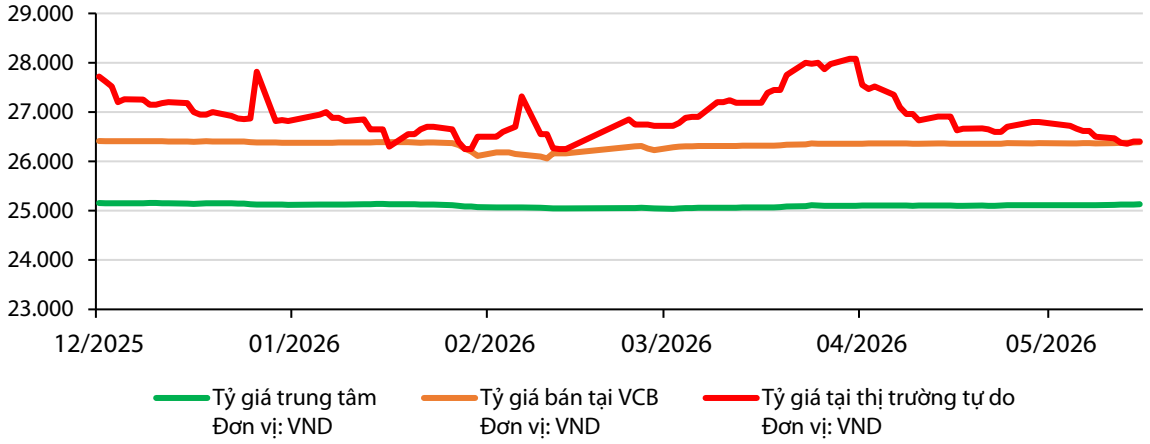


Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Swap USD/VND trong tháng chủ yếu dao động trong biên độ +0 đến +3%, phản ánh định hướng điều hành theo hướng cầm chừng và giữ ổn định mặt bằng kỳ vọng tỷ giá: không để USD/VND bật tăng mạnh gây hiệu ứng tâm lý, nhưng cũng chưa vội kéo tỷ giá giảm nhanh khi rủi ro bên ngoài vẫn còn treo lơ lửng. Nhìn chung, tháng 04/2026 là giai đoạn "giữ nhịp", trong đó tỷ giá được ưu tiên ổn định hơn là hình thành một xu hướng mới.
- Fed giữ nguyên lãi suất ở vùng 3,50–3,75% tại phiên họp 29/4 (lần tạm dừng thứ ba liên tiếp),dù biểu quyết bị chia rẽ hơn với tỷ lệ 8–4 và lạm phát tháng 3 của Mỹ đã bật lên 3,3% YoY do giá năng lượng kéo lên.Thị trường vẫn áp đảo kỳ vọng Fed giữ nguyên lãi suất ở vùng 3,50–3,75% qua cả ba cuộc họp tiếp theo (93,9% tháng 6, 87,9% tháng 7, 85,4% tháng 9). Đồng USD mất dần đà tăng, DXY trượt nhẹ về quanh 98.
- ECB (30/4) và BOJ (28/4) cùng đứng yên lãi suất trong khi đồng loạt nâng dự báo lạm phát và hạ dự báo tăng trưởng,với BOJ cắt dự báo tăng trưởng FY2026 xuống còn 0,5%. Tại các thị trường khác, đồng tiền các nền kinh tế nhập khẩu dầu tiếp tục chịu áp lực mất giá, JPY vẫn yếu và nguy cơ can thiệp của BOJ ở mức cao. Tổng thể, tháng 4 đánh dấu giai đoạn thị trường chuyển từ phản ứng với cú sốc sang định giá lại kịch bản giá dầu cao kéo dài, với USD suy yếu dần và các NHTW lớn đều bị kẹt giữa bài toán kiểm soát lạm phát và bảo vệ tăng trưởng.
- **Quá trình giảm lạm phát của Mỹ đã bước sang giai đoạn khó hơn. Lạm phát không còn ở đỉnh, nhưng cũng chưa đủ thấp để Fed có thể tự tin xoay trục chính sách. Vì vậy, trong ngắn hạn, rủi ro lớn nhất không phải là Fed cắt chậm hơn kỳ vọng, mà là thị trường đã định giá quá sớm một môi trường nới lỏng chưa được dữ liệu xác nhận.**

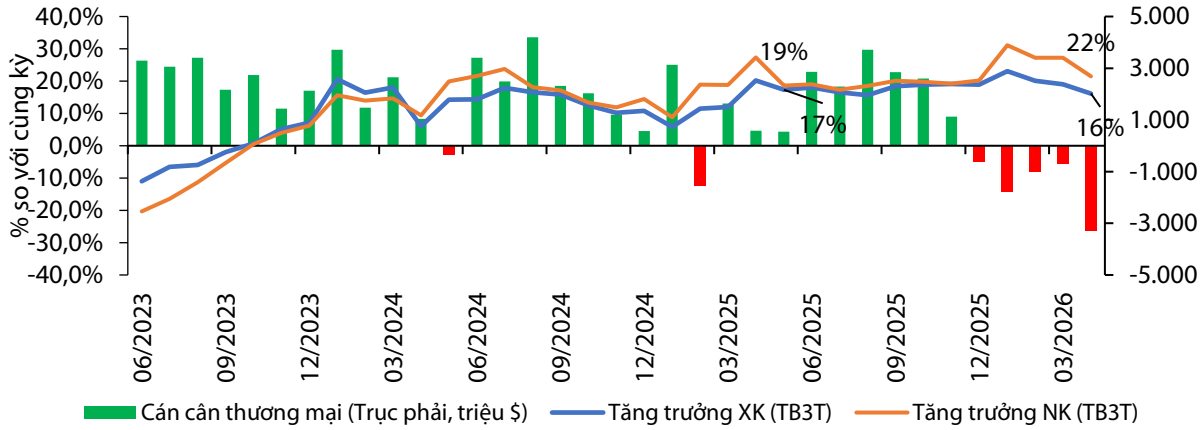
NHẬP SIÊU CÓ LÀM GIA TĂNG BIẾN ĐỘNG TỶ GIÁ?

Diễn biến tỷ giá USDVND 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)

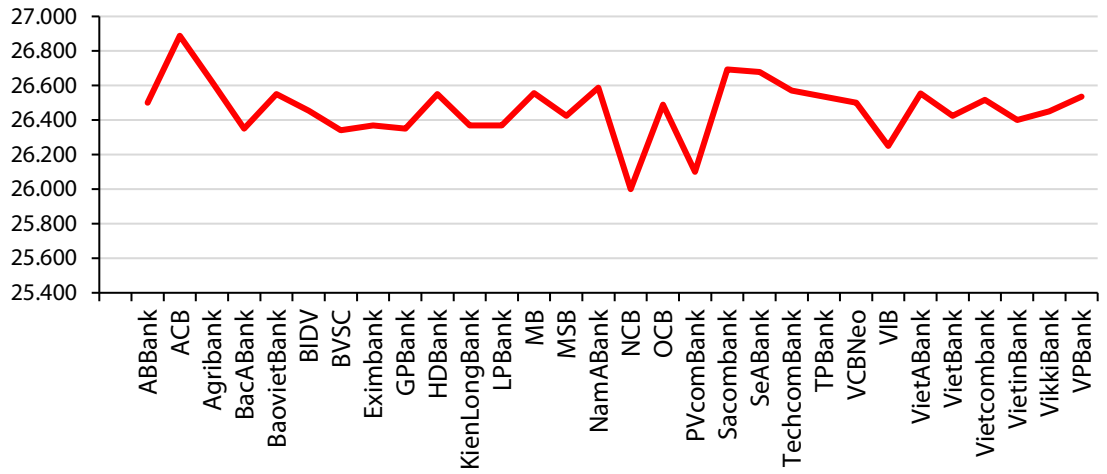


Nguồn: BTC, CTCK Rồng Việt

- Trong tháng 04/2026, tỷ giá USD/VND nhìn chung duy trì trạng thái đi ngang ở vùng cao. Áp lực đã phần nào hạ nhiệt so với tháng 3, một phần nhờ DXY giảm nhẹ về quanh vùng 98 (giảm khoảng 2 điểm). Tuy nhiên, việc tỷ giá vẫn neo cao cho thấy thị trường chưa thực sự "thở phào" , khi nhu cầu nắm giữ và phòng thủ ngoại tệ vẫn hiện hữu trong bối cảnh bất định địa chính trị chưa có lời giải rõ ràng
- 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 (4T2026 nhập siêu là 7.11 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. Thời điểm thanh toán thực tế có thể diễn ra sớm hơn hoặc muộn hơn do credit terms, hedging hay trade financing.
- 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 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 = Equity + RE + Intra-company Debt (theo IMF) thì không phải toàn bộ FDI đều tạo ra inflow ngoại tệ mới. Ví dụ như phần retained earnings về bản chất không tạo thêm dòng vốn mới từ bên ngoài, hay trong một số trường hợp offshore settlement/netting thì giao dịch có thể được xử lý bên ngoài nên cũng không phát sinh spot inflow thực sự vào hệ thống.

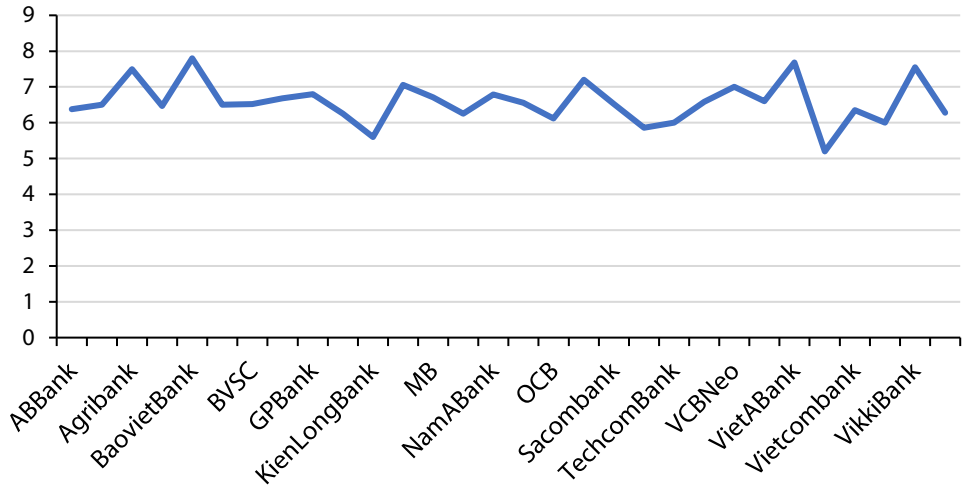
KẾT QUẢ DỰ BÁO CÁC CHỈ SỐ TIỀN TỆ QUAN TRỌNG CỦA CÁC NGÂN HÀNG

Kết quả dự báo bình quân tỷ giá USDVND tại kỳ tháng 4/2026



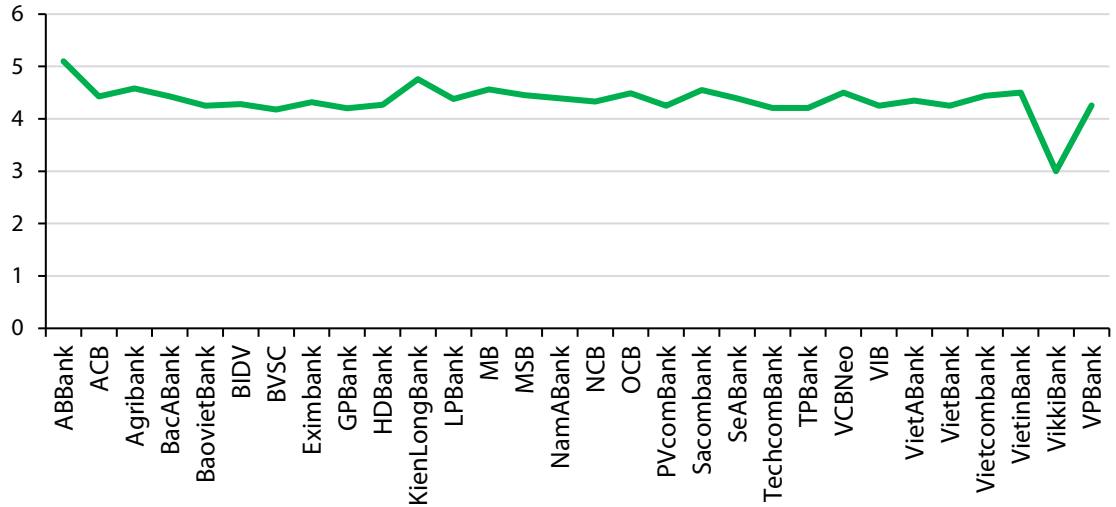
Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Kết quả dự báo bình quân lãi suất LNH tại kỳ tháng 4/2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

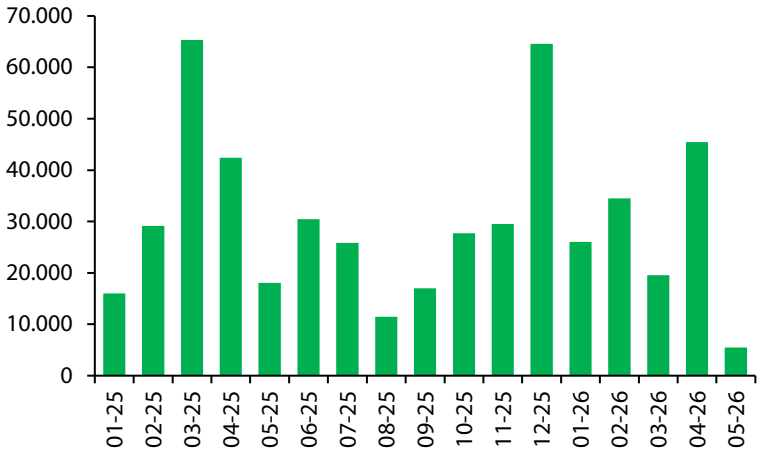
Kết quả dự báo lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm tại kỳ tháng 4/2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

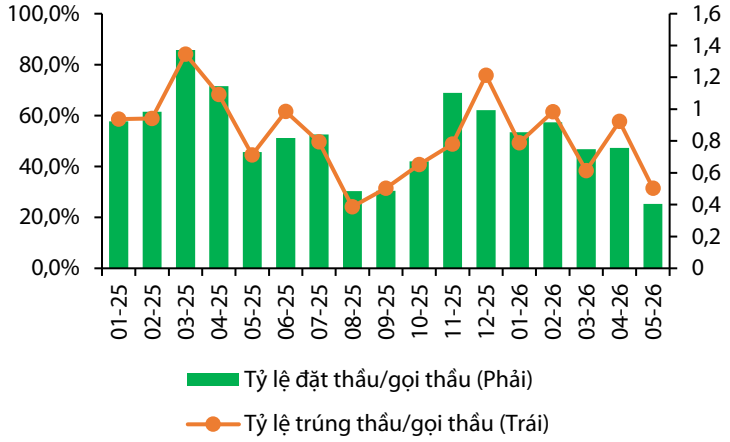
- Một sự đồng thuận ở hầu hết các ngân hàng là các biến số như tỷ giá trung tâm đều neo ở mức khá cao (đa phần đều dự báo trên mốc 26.400), lãi suất liên ngân hàng bình quân ở mốc 6.3% và lợi suất TPCP kỳ hạn 10 năm ở mốc 4.2%. Điều này phản ánh chi phí vốn (COF) tuy không biến động mạnh nhưng khó hạ trong tương lai gần trong bối cảnh áp lực thanh khoản hệ thống vẫn chưa hạ nhiệt.

Giá trị phát hành TPCP theo tháng (tỷ đồng)



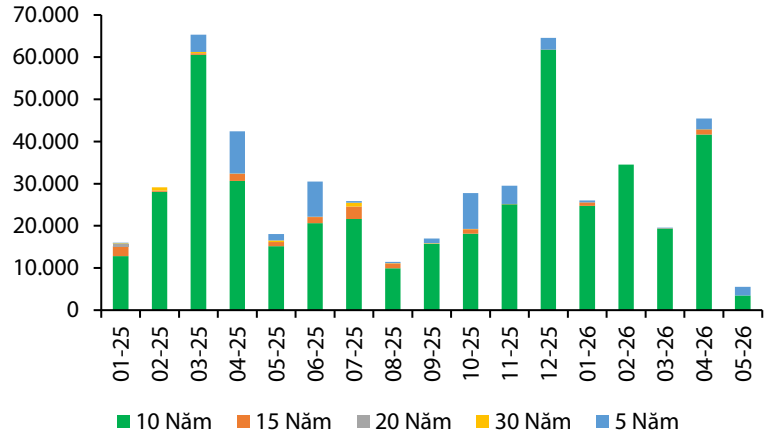
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

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



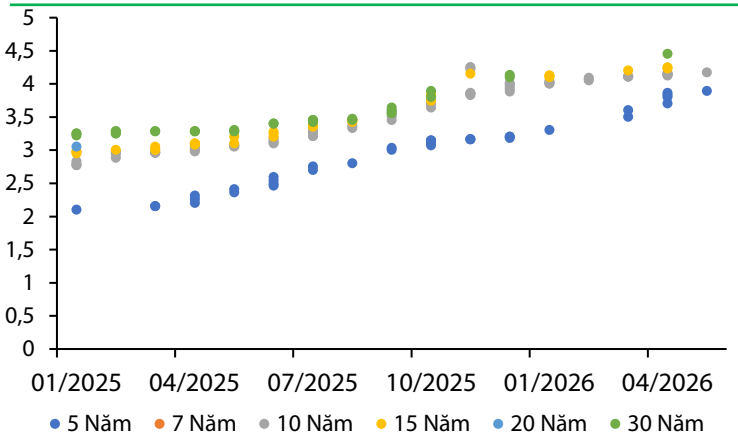
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành theo kỳ hạn (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Lãi suất trúng thầu thị trường sơ cấp (%)



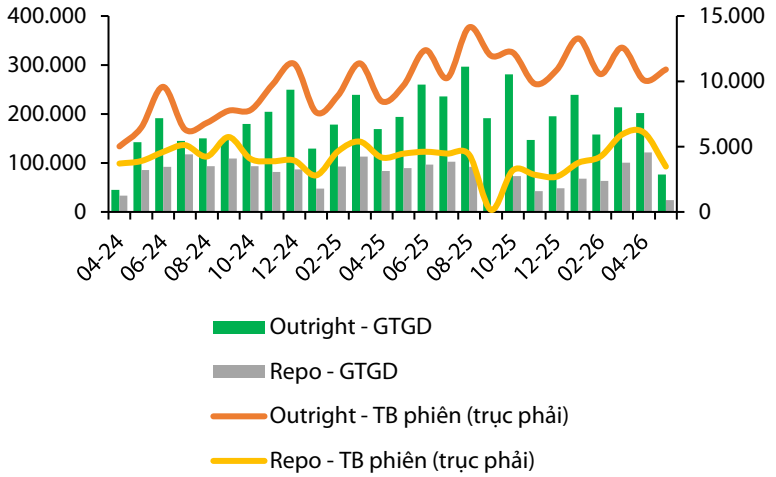
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Trong tháng 4/2026, Kho Bạc Nhà nước đã tổ chức 20 phiên đấu thầu trái phiếu Chính phủ với tổng giá trị gọi thầu (GTGT) là 81,000 tỷ đồng, tỷ lệ trúng thầu là 46.6%
- KBNN gọi thầu các kỳ hạn 5, 10,15, 20 và 30 năm. Trong đó, kỳ hạn 10 năm chiếm 92% giá trị trúng thầu (GTTT), đạt 41,660 tỷ đồng. Kỳ hạn 5 năm trúng thầu 2,565 tỷ đồng (tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu đạt 46.6%), kỳ hạn 15 năm trúng thầu 1,200 tỷ đồng (tỷ lệ 24%) và kỳ hạn 30 năm trúng thầu 30 tỷ đồng (tỷ lệ 2%). Kỳ hạn 20 năm còn lại không trúng thầu.
- Kỳ hạn phát hành bình quân tháng 4 là 9.86 năm. Lãi suất trúng thầu trung bình đạt 4.13%/năm, cao hơn mức 4.11% trong tháng 3/2026.
- Tổng giá trị TPCP phát hành thông qua đấu thầu trong 4 tháng đầu năm 2026 là 125,556 tỷ đồng, đạt 25.1% kế hoạch cả năm (500,000 tỷ đồng).
- Trong đó, giá trị TPCP phát hành trong tháng 4 đạt 41.3% kế hoạch quý II (110,000 tỷ đồng). Cơ cấu phát hành tiếp tục nghiêng mạnh về kỳ hạn 10 năm, chiếm 97,8% tổng giá trị trúng thầu 2 tháng đầu năm, tương ứng 59.191 tỷ đồng.
- Lãi suất trúng thầu kỳ hạn 10 năm đạt 4,09%/năm, tăng 9 điểm cơ bản so với đầu năm, **cho thấy mặt bằng lợi suất sơ cấp tiếp tục trong xu hướng đi lên.**

TẠI SAO NGÂN HÀNG KHÔNG THỂ NẮM QUÁ NHIỀU TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ?

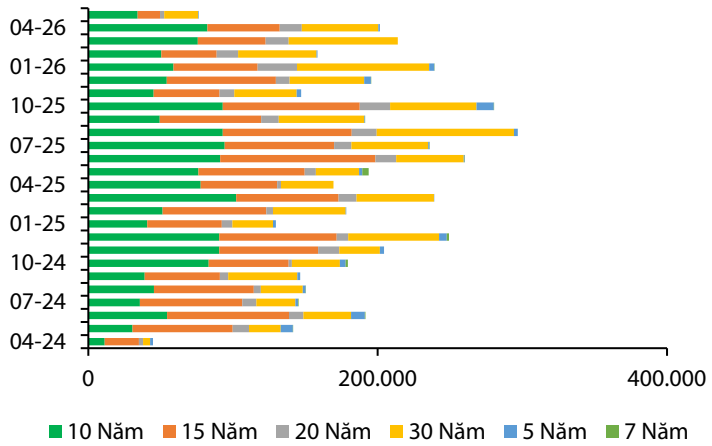
- Nhu cầu đối với TPCP của NHTM là lớn vì có tính thanh khoản cao, khi thị trường không căng thẳng thông qua repo hoặc OMO có thể đổi thành nguồn để cân đối thanh khoản. Đồng thời, NHTM cầm TPCP không những ảnh hưởng ít tới LCR do được tính vào HQLA, mà lại còn an toàn hơn so với cho vay, khác với case của SVB ở US, nếu ngân hàng VN cầm TPCP sẽ không bị đánh giá lại do TPCP phần lớn sẽ thuộc bank book và HTM.
- Câu trả lời trước tiên đó là lỗ carry (tình trạng carry âm sẽ được thảo luận ở phần sau), ở 1 thị trường có biến động lãi suất nhảy múa như VN thì việc lỗ carry là rất dễ xảy ra (lỗ trên P&L - không đáng kể nếu nắm ít hoặc âm nhẹ nhưng ở VN thì chắc khó, mặc dù nếu có thể phát triển theo cách này ở VN thì ngân hàng có thể mở rộng bảng cân đối khá mạnh + an toàn và phần nào sẽ thúc đẩy thanh khoản thị trường trái phiếu cả sơ cấp và thứ cấp)
- Một lý do khác mà NH sẽ không thể giữ quá nhiều TPCP là vì sẽ bị mismatch lớn giữa A - L, đặc biệt khi những năm gần đây TPCP chỉ tập trung và có thanh khoản đối với kỳ hạn 10 và 15 năm, nếu muốn mua thấp hơn sẽ phải mua outright trên thị trường thứ cấp, khiến cho lượng trái phiếu kỳ hạn ngắn sẽ ít hơn trong 1 quãng thời gian tại thị trường thứ cấp khiến cho cung ít và sẽ biến động yield mạnh hơn so với kỳ hạn dài. Nhìn chung, việc nắm nhiều G-bond sẽ dẫn đến 4 mất cân đối nghiêm trọng như sau:
- (1) Mất cân đối thanh khoản (Liquidity mismatch): nhìn vào thì TPCP rất thanh khoản, tuy nhiên thì nếu lãi suất tăng thì TPCP sẽ mất giá, mặc dù khi ghi nhận ở sổ ngân hàng (bank book) thì sẽ hạn chế rủi ro lãi suất và không phản ánh lên P&L ngay. Tuy nhiên nếu mặt bằng lãi suất tăng mạnh, NH sẽ phải chọn giữa bán TPCP (chịu rủi ro lãi suất) hoặc tăng lãi suất huy động để ko bị rút tiền. Nếu chọn bán TPCP thì sẽ bán không được giá kể cả repo nếu repo 1 danh mục thì tỷ lệ chiết khấu (haircut) và lãi suất repo sẽ cao chưa kể còn phải tùy thuộc vào mức độ thanh khoản của mã, còn nếu chọn tăng lãi suất huy động thì lỗ carry càng mạnh.
- (2) Mất cân đối tái định giá (Repricing mismatch): nếu như NH chọn 1 danh mục toàn TPCP thì không thể repricing gap bằng thả nỗi lãi suất cho vay như bình thường vì vậy sẽ chịu rủi ro lãi suất trên sổ ngân hàng (IRRBB) và lúc này mới cần những mô hình như stress test vì việc cầm nhiều TPCP như vậy sẽ làm thay đổi giá trị kinh tế của vốn (EVE) và ảnh hưởng thu nhập lãi thuần (NII) do mismatch cấu trúc.
- (3) Mất cân đối kỳ hạn (Maturity mismatch): kỳ hạn tài sản dài khiến vòng quay bảng cân đối (balance sheet turnover) chậm, khó tái phân bổ khi chu kỳ lãi suất đảo chiều.
- (4) Mất cân đối vốn (Capital mismatch): với những NH vốn mỏng thì việc giữ 1 danh mục toàn trái phiếu có thể khiến cho vốn ko hấp thụ được lỗ dù không phải là nợ xấu.

Giá trị giao dịch TPCP (tỷ đồng)



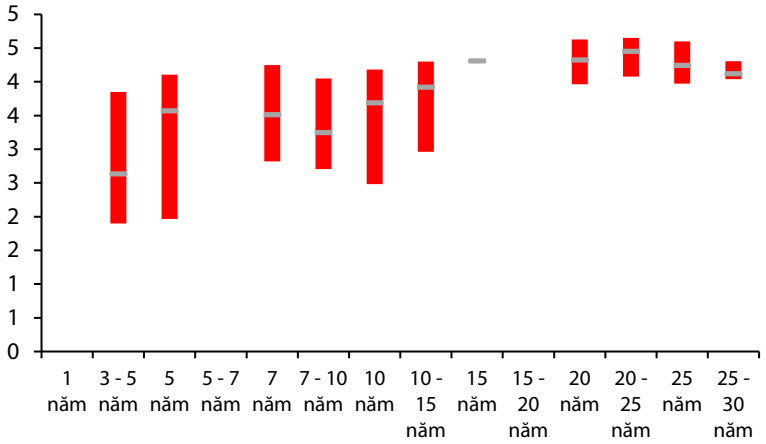
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị giao dịch theo kỳ hạn (tỷ đồng)



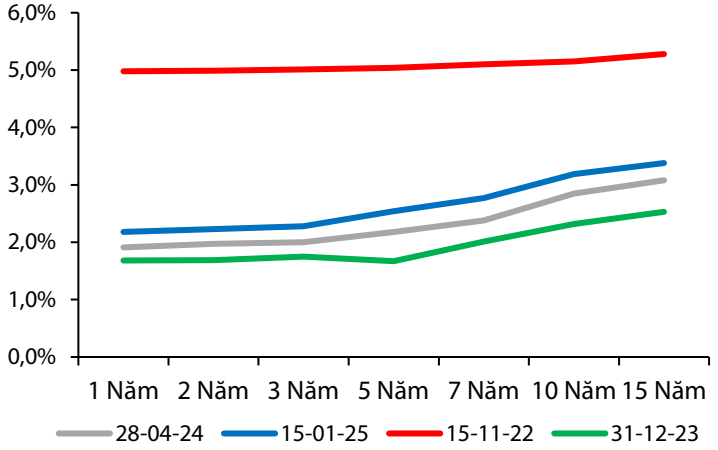
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Vùng lợi suất giao dịch theo kỳ hạn còn lại



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Đường cong lợi suất tại các thời điểm xác định

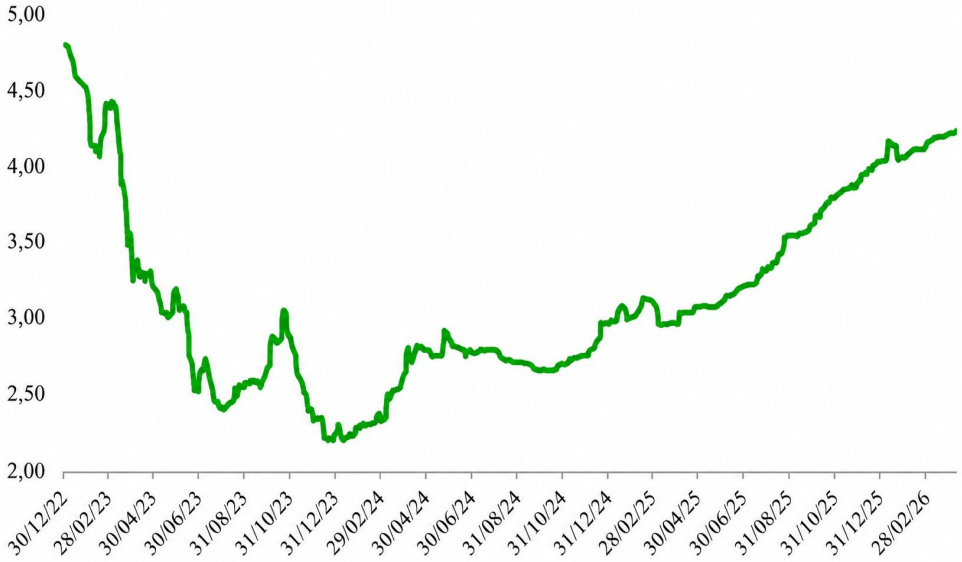


Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Giá trị giao dịch thông thường (Outright) là 210,691 tỷ đồng (giảm 24% so với tháng trước) và giao dịch mua bán lại (Repo) là 109,646 tỷđồng(tăng 8%).
- Thanh khoản trung bình/ngày của giao dịch Outright ở mức 10,534 tỷ đồng và của giao dịch Repo là 5,482 tỷ đồng, lần lượt tăng 24.3% và tăng 35.5% 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 41%, 25% và 26% tổng số. giá trị giao dịch
- Lợi suất các kỳ hạn 20 năm và 30 năm gần như đi ngang so với cuối tháng trước. Trong khi đó, lợi suất các kỳ hạn 5 – 7 năm tăng từ 9.5 – 12 điểm cơ bản (đcb), lợi suất các kỳ hạn còn lại tăng từ 4 – 9 đcb so với cuối tháng trước.
- Chỉ số DXY thiết lập đỉnh tại 99.18 điểm, rồi nhanh chóng sụt giảm quanh mức 98-98.5 điểm.
- Trong tháng 3, NHNN vẫn tiếp tục chính sách điều hành thông qua hoạt động trên thị trường mở khi vẫn ngừng phát hành tín phiếu nhưng mua giấy tờ có giá (GTCG) ở đa dạng các kỳ hạn từ 7 - 56 ngày.
- Chênh lệch lợi suất TPCP Mỹ- Việt Nam tiếp tục thu hẹp trong tháng 4, đặc biệt rõ nét ở kỳ hạn trung hạn. Cụ thể, chênh lệch ở kỳ hạn 5 năm thu hẹp từ +9 đcb đầu tháng xuống gần bằng 0 vào cuối tháng (+1 đcb), trong khi kỳ hạn 10 năm nới rộng theo chiều ngược lại, từ-11 đcb xuống-18 đcb.

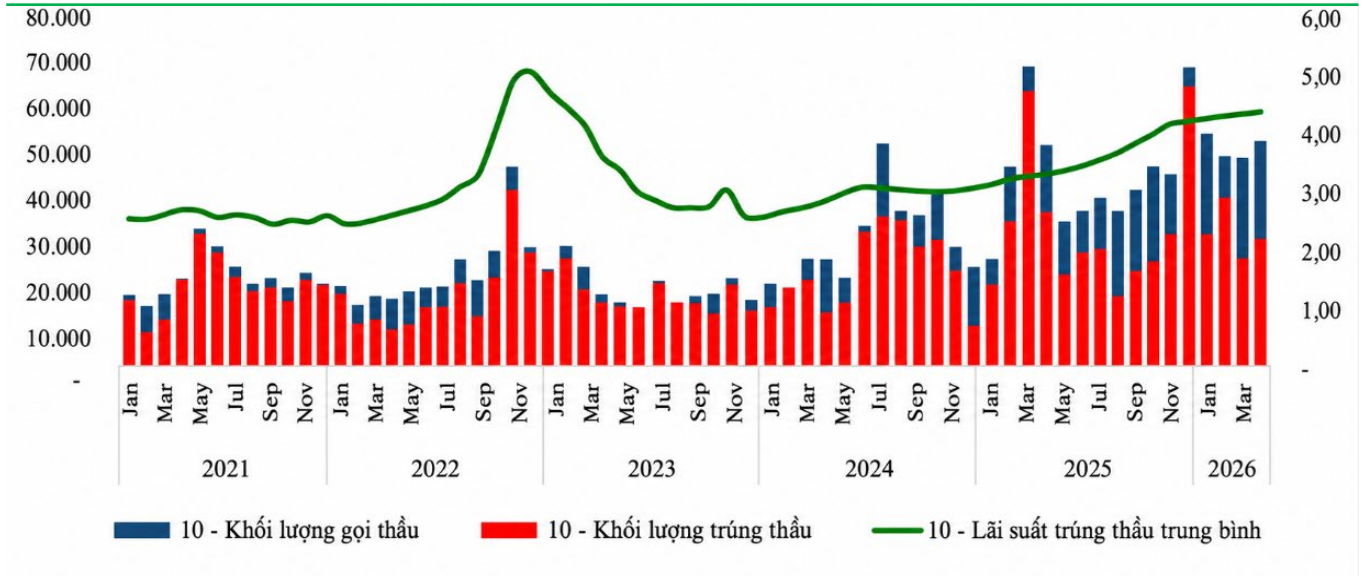
CHI PHÍ VỐN VƯỢT LỢI SUẤT LÀM NGHẼN THANH KHOẢN TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

Lợi suất giao dịch thứ cấp TPCP kỳ hạn 10 năm của Việt Nam (%)



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

Khối lượng và lãi suất trúng thầu sơ cấp kỳ hạn 10 năm của TPCP giai đoạn 2021-nay



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Bước sang nửa cuối năm 2025 và đầu năm 2026, thị trường TPCP rơi vào một nghịch lý nghiêm trọng khi thanh khoản gần như biến mất hoàn toàn. Nguyên nhân cốt lõi nằm ở sự lệch pha giữa chi phí vốn và lợi tức đầu tư: lãi suất nghiệp vụ thị trường mở (OMO) duy trì ở mức 4,5% (mức lãi suất sàn trong giai đoạn này), cao hơn cả lợi suất gọi thầu của các kỳ hạn thanh khoản nhất như 10 năm hay 15 năm.
- Tình trạng "Negative Carry" (chi phí vốn để duy trì trái phiếu cao hơn lợi suất đầu tư) đã triệt tiêu động lực kinh doanh của khối ngân hàng thương mại, khiến họ chỉ mua trái phiếu nhằm mục đích đảm bảo các chỉ số an toàn thanh khoản theo quy định thay vì tìm kiếm lợi nhuận thông qua giao dịch chênh lệch giá. Với lợi suất đi ngang quanh mốc 4% trong khi chi phí vốn quá đắt đỏ, thị trường trái phiếu Chính phủ hiện đang rơi vào trạng thái bế tắc, rất cần những cơ chế điều tiết linh hoạt hơn hoặc một "cú hích" chính sách đủ mạnh để khơi thông nguồn lực tài chính cho các dự án đầu tư công trọng điểm của Nhà nước (đến hết tháng 4, giải ngân đầu tư công mới đạt 14,2% chỉ tiêu Thủ tướng Chính phủ giao).
- Trong 2 năm gần nhất, Kho bạc Nhà nước đều đặt kế hoạch phát hành 500 nghìn tỷ đồng, song số lượng trúng thầu đều không đạt được mức này. Chỉ tiêu phát hành này được đánh giá là khá nhiều trong khi số trái phiếu còn lưu hành vẫn lớn, lượng đáo hạn chưa nhiều, lợi suất thấp hơn so với chi phí vốn. Phần lớn nhà đầu tư trúng thầu trái phiếu Chính phủ trong giai đoạn gần nhất (Q1/2026) là các công ty bảo hiểm và BHXH (phần lớn là HTM), đặt ra bài toán lớn về cả thị trường sơ cấp và thứ cấp cho Bộ Tài chính.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ HOA KỲ: CHỊU NHIỀU SỨC ÉP

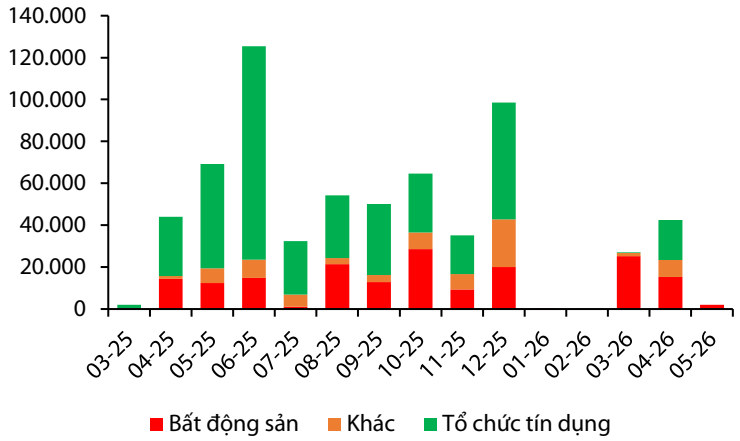
Lợi suất trái phiếu Chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm qua các năm (%)

Nguồn: FED, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Sự khó khăn của thị trường trong nước không chỉ bắt nguồn từ những giới hạn nội tại mà còn chịu sức ép không nhỏ từ môi trường lãi suất toàn cầu, trong đó thị trường Mỹ đóng vai trò chi phối.
- Bức tranh trái phiếu chính phủ Hoa Kỳ (UST) cũng đầy biến động với những đặc trưng riêng biệt về áp lực cung và rủi ro địa chính trị. Trong giai đoạn 2022 đến đầu năm 2024, thị trường phải hấp thụ một lượng lớn trái phiếu phát hành mới trong bối cảnh lợi suất liên tục leo thang. Đỉnh điểm là vào tháng 10/2023, lợi suất UST kỳ hạn 10 năm đã chạm ngưỡng 5% khi FED duy trì lãi suất điều hành ở mức cao (5,25% – 5,5%) trong ba kỳ họp liên tiếp sau khi nâng lãi suất lên mức này vào tháng 7 cùng năm, đồng thời thu hẹp bảng cân đối, nhằm kiềm chế lạm phát.
- Từ đầu năm 2025 đến nay, lợi suất trái phiếu Mỹ vẫn neo ở mức cao (dao động quanh mức 4.5-5.%) dù đã ổn định hơn về mặt biên độ. Sự thận trọng của Fed trong việc nới lỏng chính sách tiền tệ – phần lớn do áp lực lạm phát trỗi dậy sau cuộc xung đột giữa Mỹ và Iran vào tháng 3/2026 – đã làm giảm đi kỳ vọng về một chu kỳ giảm lãi suất nhanh để hỗ trợ nền kinh tế.
- Thêm vào đó, việc đồng USD suy yếu (thể hiện qua chỉ số DXY) dưới tác động từ các chính sách thuế quan của chính quyền Tổng thống Trump đã kích hoạt làn sóng bán trái phiếu từ các nhà đầu tư quốc tế **(Đà bán tháo mạnh đến mức chính phủ Mỹ trong tuần 11-15/5 đã phải phát hành trái phiếu 30 năm với lợi suất lên tới 5%, lần đầu tiên kể từ năm 2007)**. Sự kết hợp giữa rủi ro địa chính trị và chính sách bảo hộ thương mại đã khiến chi phí vay nợ của Mỹ duy trì ở mức cao trong hơn 1 năm qua, tạo ra một thách thức lớn cho việc quản trị nợ công của quốc gia này.

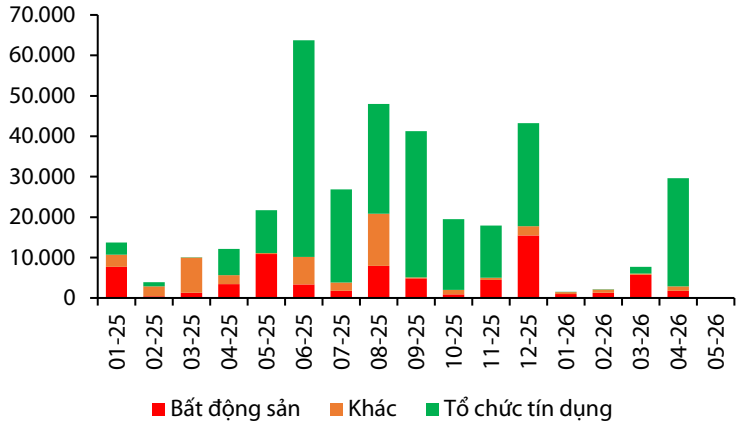
TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP |NGÂN HÀNG VÀ BẤT ĐỘNG SẢN VẪN LÀ CHỦ YẾU

Giá trị phát hành TPDN theo tháng (tỷ đồng)



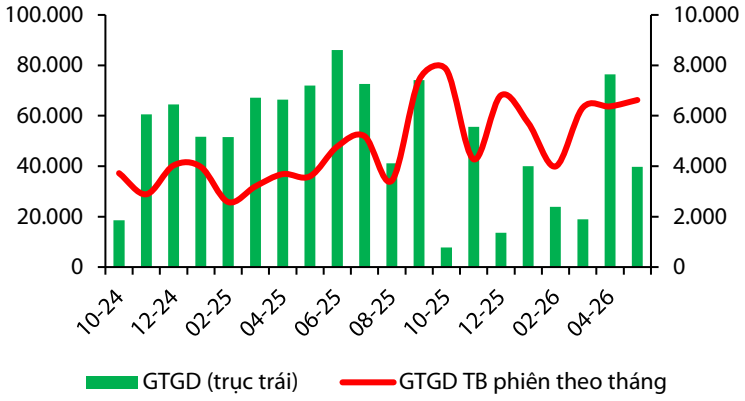
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

GTML trước hạn theo tháng (tỷ đồng)



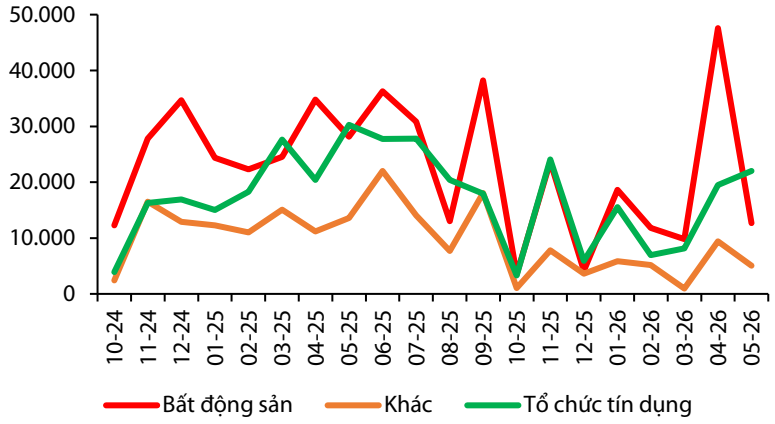
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Thanh khoản thị trường thứ cấp (tỷ đồng)



Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

Giá trị phát hành theo ngành (tỷ đồng)

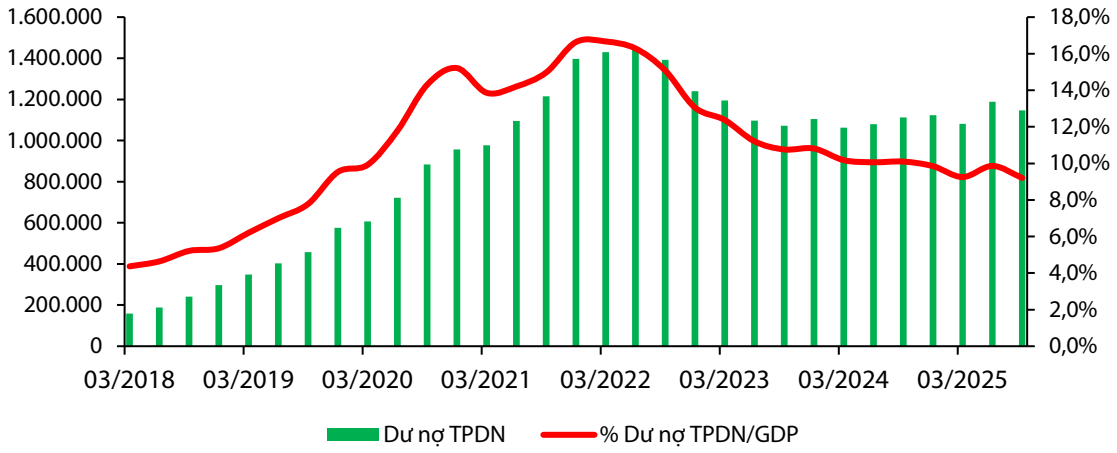


Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

- Tính đến ngày 29/4/2026, có 17 đợt phát hành trái phiếu riêng lẻ trị giá 35,235 tỷ đồng và 1 đợt phát hành ra công chúng trị giá 1,000 tỷ đồng trong tháng 4/2026.
- Trong 4 tháng đầu năm 2026, giá trị phát hành riêng lẻ TPDN là 62,540 tỷ đồng và giá trị phát hành ra công chúng là 15,334 tỷ đồng. Trong tháng 4, các doanh nghiệp đã mua lại 16,663 tỷ đồng trái phiếu trước hạn, tăng 37,6% so với cùng kỳ năm 2025. Trong 8 tháng còn lại của năm 2026, giá trị đáo hạn ước tính là 158,758 tỷ đồng.
- Về tình hình công bố thông tin bất thường, có 4 mã trái phiếu chậm trả lãi, gốc trị giá 120 tỷ đồng trong tháng 4. Trên thị trường thứ cấp, tổng giá trị giao dịch TPDN riêng lẻ trong tháng 4/2026 đạt 131,020 tỷ đồng, bình quân đạt 6.551 tỷ đồng/phiên, giảm 5% so với bình quân tháng 3/2026.
- Cấu trúc thị trường TPDN tại Việt Nam hiện nay bộc lộ sự lệch pha rõ rệt khi dòng vốn tập trung quá mức vào hai nhóm ngành chủ chốt: Ngân hàng (chiếm 65%) và Bất động sản (23%). Trong khi đó, tại thị trường Hoa Kỳ, dù nhóm tài chính - ngân hàng vẫn giữ vai trò dẫn dắt với tỷ trọng 41,9%, nhưng sự khác biệt nằm ở độ sâu và tính đa dạng. Thị trường Mỹ vận hành với sự tham gia của hàng loạt lĩnh vực sản xuất, công nghệ và dịch vụ, giúp phân tán rủi ro hệ thống tốt hơn nhiều so với mô hình tập trung tại Việt Nam.

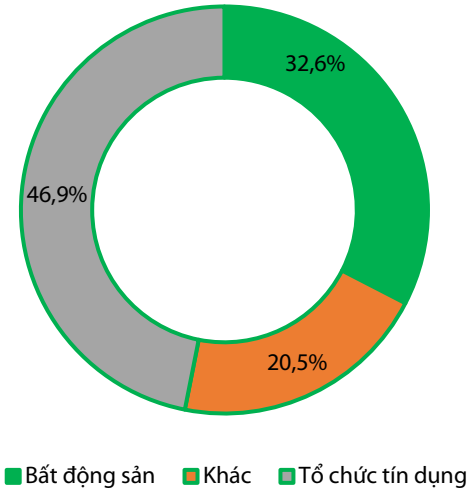
PHỤ LỤC | QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

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



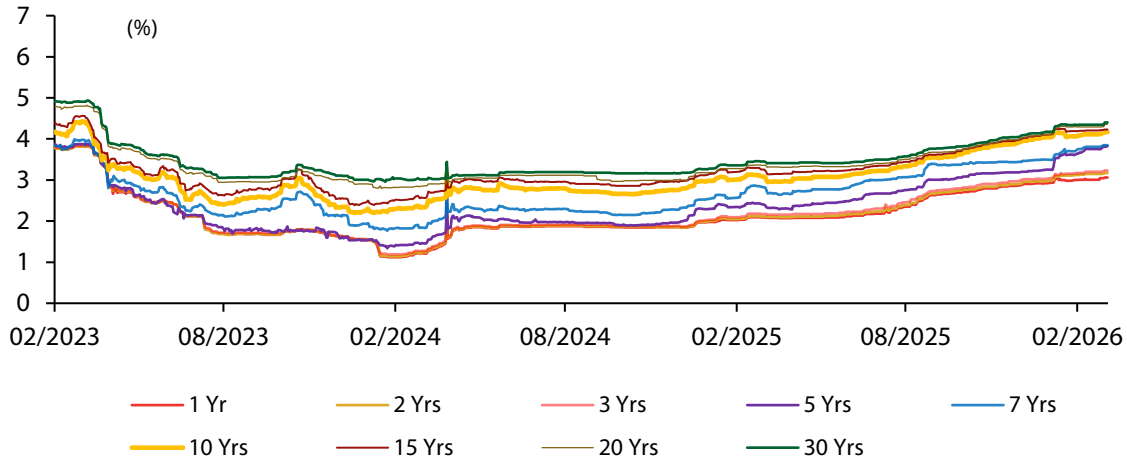
Nguồn: Asianbondonline, CTCK Rồng Việt,

Quy mô thị trường trái phiếu doanh nghiệp theo ngành



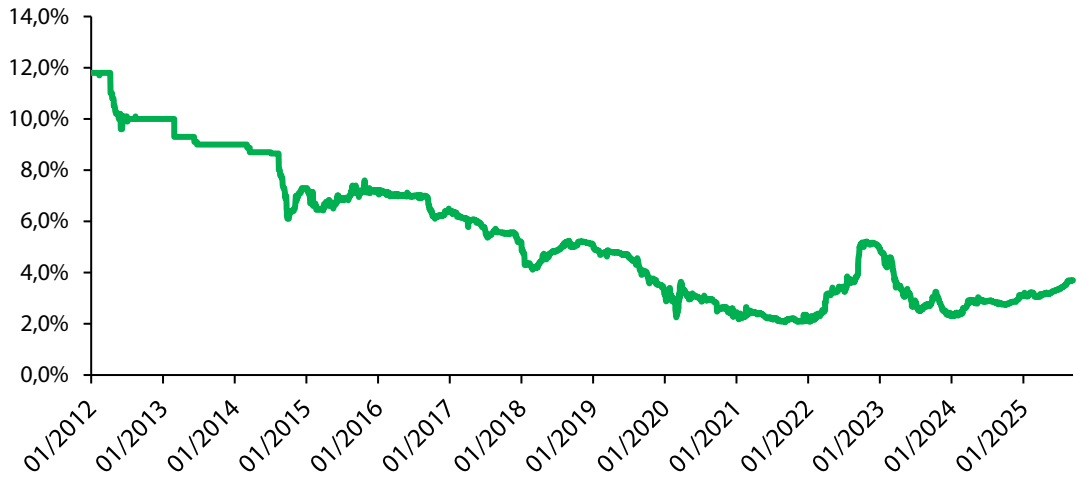
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt,

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,

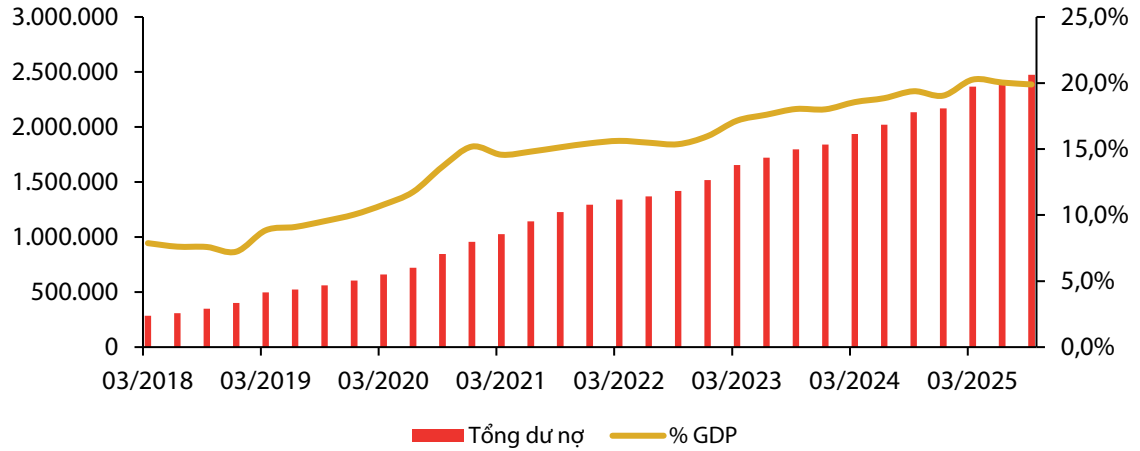
PHỤ LỤC | DANH SÁCH DOANH NGHIỆP PHÁT HÀNH THÁNG 4/2026

TỔ CHỨC PHÁT HÀNH	NGÀNH	MCK	GTPH (tỷ đồng)	MÃ TP	PHƯƠNG THỨC PH	NGÀY PHÁT HÀNH	LÃI SUẤT	KỲ HẠN (năm)
NHTMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG	NGÂN HÀNG	VPB	1000	VPB12601	RIÊNG LẺ	6/04/2026	8%/NĂM	3
CTCP CHỨNG KHOÁN KỸ THƯƠNG	CHỨNG KHOÁN	TCX	1000	TCXP02628001	CÔNG CHÚNG	1/04/2026	KỲ ĐẦU: 8%/NĂM, CÁC KỲ SAU = BÌNH QUÂN LSTC 12T VNĐ (VCB, BIDV, VIETIN, AGRI) + 2.7%/NĂM	2
CTCP VINHOMES	BẤT ĐỘNG SẢN	VHM	6000	VHM12601	RIÊNG LẺ	13/04/2026	2 KỲ ĐẦU: 12.5%/NĂM, CÁC KỲ SAU = LSTC + 2%/NĂM	2.5
NHTMCP QUÂN ĐỘI	NGÂN HÀNG	MBB	500	MBB12601	RIÊNG LẺ	21/04/2026	8%/NĂM	7
NHTMCP Nam Á	NGÂN HÀNG	NAB	400	NAB12602	RIÊNG LẺ	15/04/2026	LSTC + 2.6%/NĂM	7
CTCP BẤT ĐỘNG SẢN BCONS PS	BẤT ĐỘNG SẢN		276	BPS12601	RIÊNG LẺ	16/04/2026	11.5%/NĂM	4
NHTMCP HÀNG HẢI VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	MSB	2000	MSB12601	RIÊNG LẺ	22/04/2026	8.4%/NĂM	3
NHTMCP BẮC Á	NGÂN HÀNG	BAB	2000	BAB12601	RIÊNG LẺ	21/04/2026	8.4%/NĂM	2
CTCP THƯƠNG MẠI XUẤT NHẬP KHẨU TAM TÀI LỘC	BẤT ĐỘNG SẢN		5700	LOC32601	RIÊNG LẺ	23/04/2026	10%/NĂM	1
NHTMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	TCB	3000	TCB12604	RIÊNG LẺ	28/04/2026	8.9%/NĂM	3
CTNH HÓA CHẤT HYOSUNG VINA	NGUYÊN VẬT LIỆU		200	HOS12601	RIÊNG LẺ	23/04/2026	9%/NĂM	1
CTCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN MINH AN	BẤT ĐỘNG SẢN		6200	MAD12602	RIÊNG LẺ	23/04/2026	10.5%/NĂM	2.5
CTCP ĐẦU TƯ VÀ PHÁT TRIỂN BẤT ĐỘNG SẢN MINH AN	BẤT ĐỘNG SẢN		1300	MAD32601	RIÊNG LẺ	23/04/2026	10.0%/NĂM	1
NHTMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	TCB	500	TCB12602	RIÊNG LẺ	24/04/2026	8.5%/NĂM	3
NHTMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	TCB	2000	TCB12603	RIÊNG LẺ	24/04/2026	8.6%/NĂM	3
NHTMCP KỸ THƯƠNG VIỆT NAM	NGÂN HÀNG	TCB	2500	TCB12601	RIÊNG LẺ	24/04/2026	8.7%/NĂM	3
CT TNHH THĂNG LONG	BẤT ĐỘNG SẢN		459	THL12601	RIÊNG LẺ	24/04/2026	FLOOR 9%/NĂM | LS THẢ NỔI = LS CƠ SỞ KHDN LỚN 3T VNĐ (TECHCOMBANK)	5
NHTMCP QUÂN ĐỘI	NGÂN HÀNG	MBB	1200	MBB12602	RIÊNG LẺ	22/04/2026	8%/NĂM	7

Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt

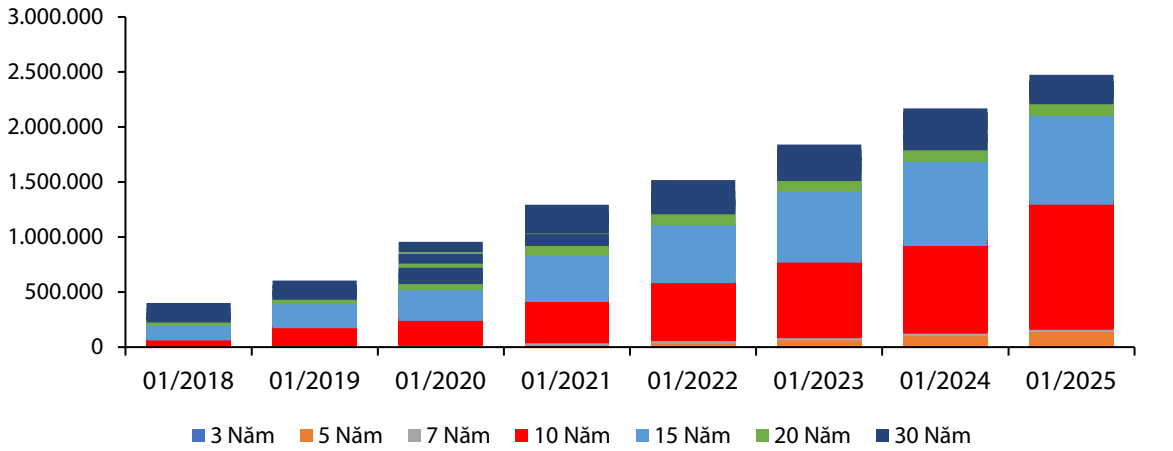
PHỤ LỤC | QUY MÔ THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

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



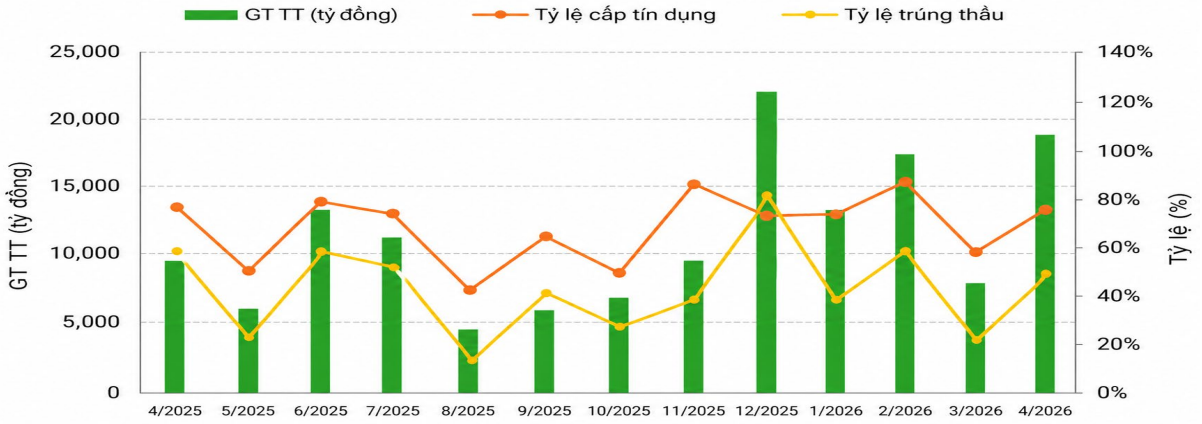
Nguồn: Asianbondonline, CTCK Rồng Việt,

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



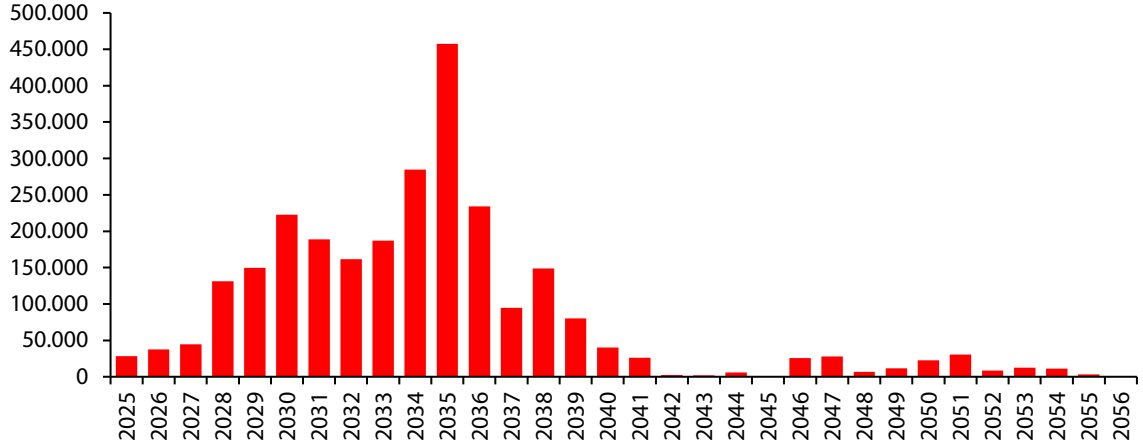
Nguồn: HNX, CTCK Rồng Việt,

Tỷ lệ trúng thầu và đặt thầu TPCP



Nguồn: VBMA, CTCK Rồng Việt

Lịch trả nợ gốc TPCP (tỷ đồng)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

TỪ SỬA ĐỔI TỶ LỆ LCR THEO CHUẨN BASEL III CỦA NHNN: THỰC TIỄN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM

Dự thảo thông tư thay thế Thông tư 22/2019 (DTTT22) được xây dựng dựa trên nền gốc là Basel III nhưng được điều chỉnh để phù hợp hơn với thị trường Việt Nam và tiến gần tới basel III. Tuy nhiên một trong những rào cản lớn nhất của Việt Nam để tiến gần tới mục tiêu đó chính là cấu trúc sản phẩm hiện tại và mức độ lỏng của thị trường

Vấn đề thứ 1: Cấu trúc sản phẩm hiện tại

Nếu so sánh HQLA (tử số của tỷ lệ LCR) của DTTT22 và Basel III sẽ thấy được bên HQLA của VN được thắt lại khá là nhiều - HQLA level 1 thì ở Việt Nam sẽ tập trung tuyệt đối vào TPCP và TP NHNN trong khi Basel III cho phép phạm vi Level 1 rộng hơn đáng kể, bao gồm sovereign bonds và dự trữ tại NHNN (central bank reserves) đáp ứng tiêu chuẩn trọng số rủi ro (risk weight 0%) và thanh khoản thị trường

HQLA level 2A ở Basel đưa vào cả Covered Bonds và các loại trái phiếu xác định tiêu chuẩn AA- theo chuẩn quốc té, tuy nhiên ở VN chưa có sản phẩm này (Điều này phản ánh việc thị trường vốn và cơ chế secured funding của VN vẫn chưa phát triển đủ để hình thành lớp tài sản thanh khoản trung gian) và việc xếp hạng tín nhiệm trái phiếu ở VN khá là non trẻ.

HQLA level 2B ở Basel được tính thêm cả cổ phiếu phổ thông với mức khấu trừ 50% còn VN thì thị trường chứng khoán còn nhiều vấn đề cần giải quyết trước khi đưa cổ phiếu vào danh mục tài sản thanh khoản đế tính HQLA cho ngân hàng.

Đối với dòng tiền ra (mẫu số của tỷ lệ LCR) thì gần như giống y hệt Basel nhưng ở VN sẽ được cụ thể hóa các định nghĩa và chốt cứng một số tỷ lệ (VN sẽ ít linh hoạt hơn Basel trong việc xác định hành vi dòng tiền) => Hệ thống VN sẽ vừa bị hạn chế hơn trong danh mục HQLA và vừa bị áp mẫu số chặt hơn trong việc xác định dòng tiền (đặc biệt là với Retail Deposit và Operational Deposits) so với Basel

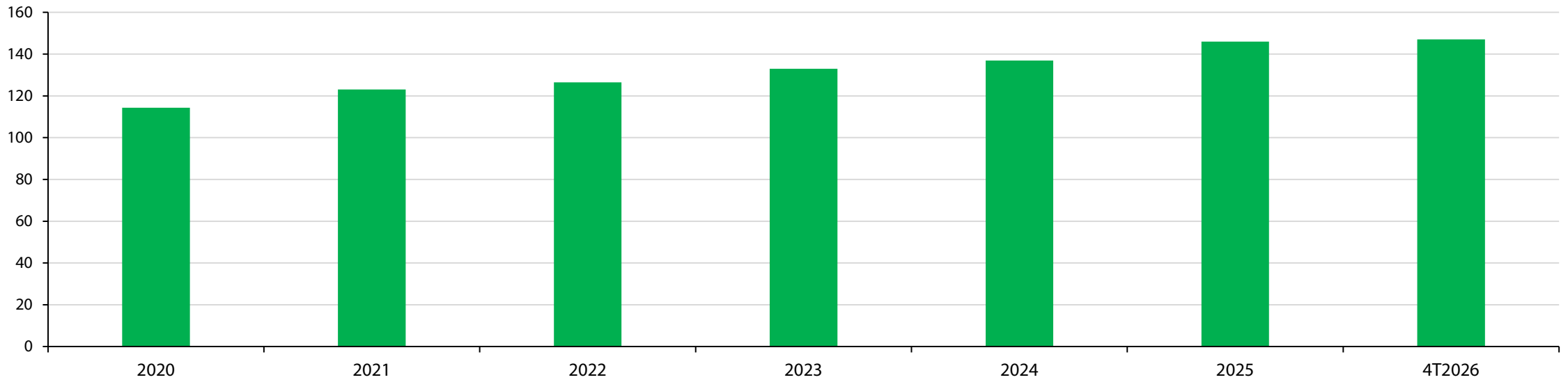
Vấn đề thứ 2 là độ lỏng của thị trường hay bảng cân đối của Ngân hàng (BS)

Nếu nhìn vào US hay EU, bảng cân đối của của Ngân hàng có mức độ lỏng hơn đáng kể về cả 2 đầu Asset và Liability so với hệ thống ngân hàng tại Việt Nam hiện tại. Họ có thể chuyển đổi dòng tiền nhanh chóng bên Asset thông qua securitization hoặc secondary credit market (Asset không bị kẹt trên bảng cân đối quá lâu + rủi ro được phân tán ra ngoài hệ thống ngân hàng mà tiêu biểu là dạng private credit) và rollover/transferred dễ hơn ở bên Liability (cấu trúc funding đa dạng) hoặc funding bằng nợ ủy thác (negotiable liabilities) sẽ giúp hạn chế ảnh hưởng lên LCR thông qua kiểm soát giả định hành vi tiền gửi và khả năng rolling của hệ thống (behavior assumption and rollover capacity) .

Chưa kể hệ thống ngân hàng tại các nước phương Tây còn có nhiều lớp trung gian hấp thụ rủi ro vì dụ như định chế tài chính phi ngân hàng (Non-Bank Financial Institution - NFI) mạnh. Còn đối với VN thì BS chủ yếu là giữ đến ngày đáo hạn (HTM) đối với Asset còn với Liability thì funding chủ yếu vẫn là retail deposit, Casa, và Term deposit, chưa kể thị trường VN hiện không có nhiều van xả thanh khoản như bên các nước phương Tây (chủ yếu dựa vào TT2 để điều tiết thanh khoản nhưng đang bị siết khi tính vào các tỷ lệ). Về bản chất, Basel được xây dựng trên giả định rằng hệ thống tồn tại thị trường repo sâu, thị trường thứ cấp (secondary market) hoạt động hiệu quả và khả năng quay vòng (monetize) tài sản tương đối ổn định như US hay EU nên nếu áp vào VN sẽ có khá nhiều khó khăn trong hệ thống.

ĐẾN SỰ CẦN THIẾT CỦA NHỮNG KÊNH DẪN VỐN MỚI

Tỷ lệ dư nợ tín dụng/GDP (%)

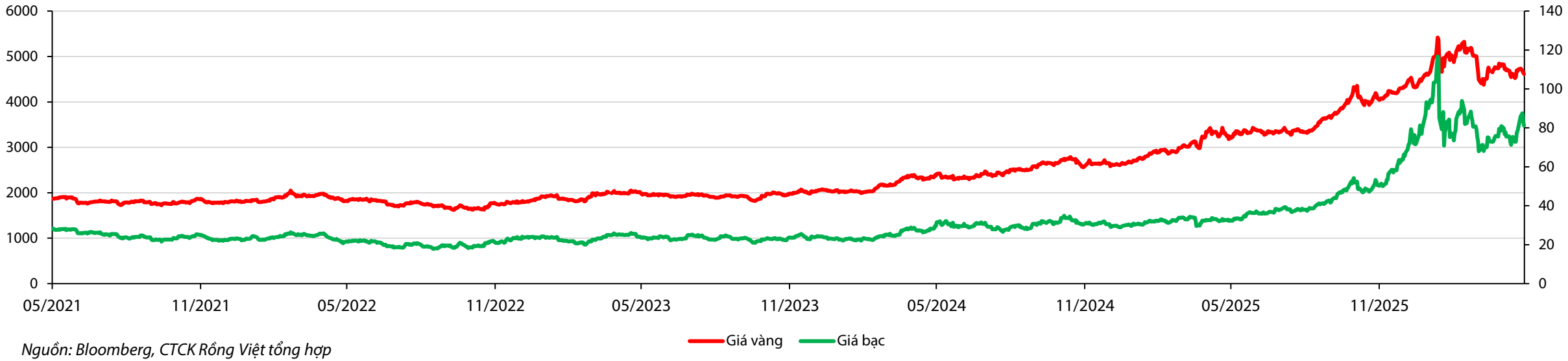


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Từ các quy định mới của Dự thảo sửa đổi Thông tư 22 đặc biệt là tỷ lệ LCR cho thấy vai trò của các tài sản thanh khoản như Trái phiếu Chính phủ, Trái phiếu doanh nghiệp ngày càng quan trọng và việc phát triển thị trường trái phiếu và cổ phiếu là then chốt để hỗ trợ hệ thống ngân hàng.
- Từ lâu vấn đề tín dụng dài hạn trong hệ thống luôn là vấn đề nhức nhối. Với việc phát triển của thị trường trái phiếu doanh nghiệp một phần nào đó giải quyết bài toán cho tín dụng dài hạn. Nhưng việc phát triển quá nóng và các vấn đề tiêu cực trong quản lý tài sản khiến Chính phủ phải đưa ra các biện pháp kiểm soát theo NĐ65/2022. Điều này vô tình làm thị trường này trở nên kém thanh khoản và nhà đầu tư (NĐT) không tha thiết với trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) đang nắm giữ. Kể cả khi NĐ08/2023 ra đời sửa đổi một số điều khoản từ NĐ 65 cũng chưa thể khiến NĐT mặn mà với thị trường này.
- Việc phát triển các kênh dẫn vốn mới như TPDN cũng góp phần đỡ gánh nặng về cung ứng vốn cho hệ thống ngân hàng đang chịu nhiều áp lực

GIÁ VÀNG TÍCH LŨY: CÁC YẾU TỐ HỖ TRỢ CÒN HIỆU LỰC?

Giá vàng và Giá bạc giai đoạn 2021-nay

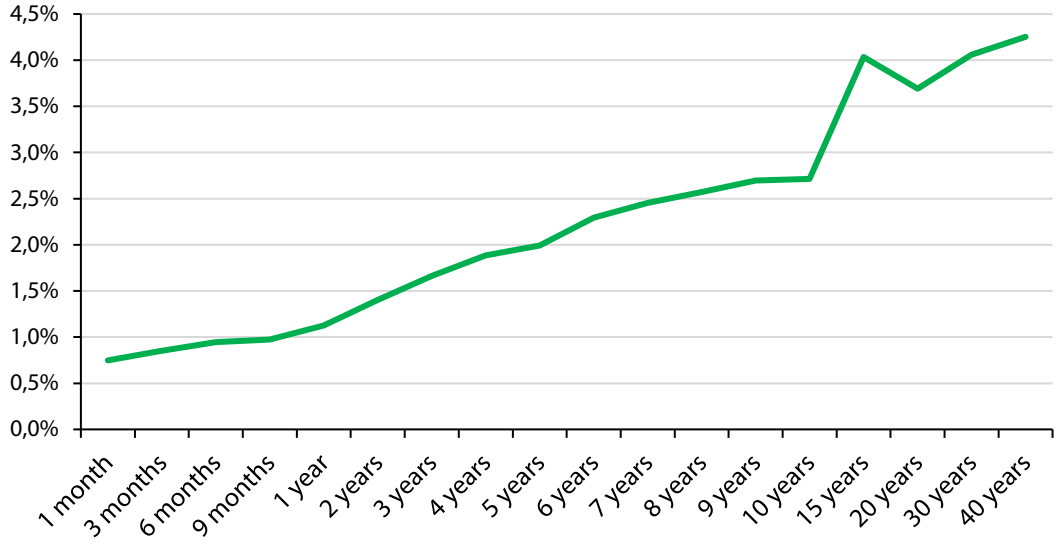


Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Trong 3 tháng qua, giá vàng liên tục đảo chiều và thu hẹp biên độ dao động, khiến nhiều nhà đầu tư bắt đầu hoài nghi liệu xu hướng tăng kéo dài hơn một năm qua đã thực sự kết thúc. Để trả lời câu hỏi này, cần đánh giá lại từng yếu tố từng hỗ trợ giá vàng — xem chúng còn hiệu lực đến đâu.
- **Lực mua Ngân hàng Trung ương (NHTW) yếu hơn nhưng chưa đảo chiều** .Các NHTW toàn cầu chỉ mua ròng 2 tấn vàng trong quý 1/2026, thấp hơn rất nhiều so với 59 tấn cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, con số này cần được nhìn nhận thận trọng. Phần lớn mức giảm đến từ Thổ Nhĩ Kỳ, khi nước này bán và cầm cố tới 60 tấn vàng để lấy ngoại tệ bảo vệ đồng Lira - một hành động mang tính đặc thù trong khủng hoảng, không phản ánh xu hướng chung của các NHTW khác. Trong số 60 tấn đó, chỉ khoảng 22 tấn được bán thẳng, phần còn lại là vàng cầm cố và có thể được chuộc lại sau. Ở chiều ngược lại, Trung Quốc vừa ghi nhận tháng mua ròng thứ 18 liên tiếp trong tháng 04, cho thấy nhu cầu tích lũy vàng của các NHTW lớn vẫn còn đó, dù không đủ mạnh để tạo động lực tăng giá đột biến.
- **Vai trò trú ẩn:** Tạm thời nhường chỗ cho USD. Vàng vốn được xem là tài sản trú ẩn trong các giai đoạn bất ổn. Nhưng kể từ khi căng thẳng từ chiến tranh Iran leo thang, vai trò đó lại đang bị USD lấn át. Nguyên nhân là cuộc khủng hoảng lần này gắn với nguy cơ suy thoái kinh tế diện rộng, khiến dòng tiền ưu tiên chạy về đồng bạc xanh hơn là vàng. Điều này phản ánh rõ qua dữ liệu CFTC: số vị thế mua ròng của các tài khoản đầu cơ đang ở mức thấp nhất kể từ đầu năm 2024, chưa có dấu hiệu phục hồi đáng kể.
- Như vậy, có thể thấy, các yếu tố hỗ trợ ban đầu không còn góp phần hỗ trợ cho xu hướng tăng của giá vàng như trước. Lực mua của các NHTW chỉ đủ để duy trì xu hướng đi ngang và để giá vàng có thể bứt phá trong năm 2026, có lẽ, cần một lực hỗ trợ mới.

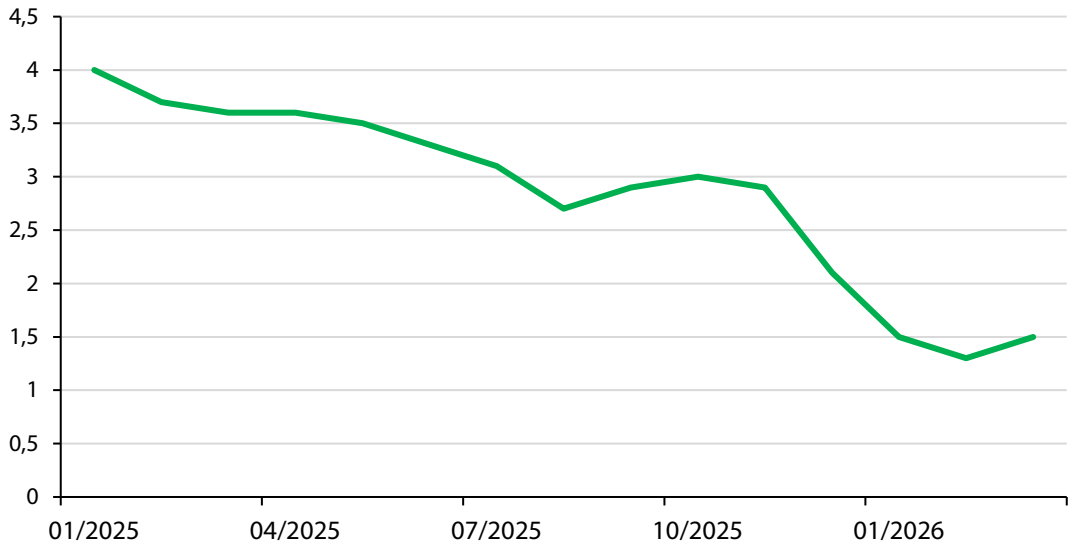
CHÍNH SÁCH TIỀN TỆ TẠI NHẬT BẢN: GIAI ĐOẠN MỚI CỦA LẠM PHÁT TẠI NHẬT BẢN

Đường cong lợi suất TPCP Nhật Bản tại các kỳ hạn tại ngày 15/5/2026



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Chỉ số lạm phát Nhật Bản (%)

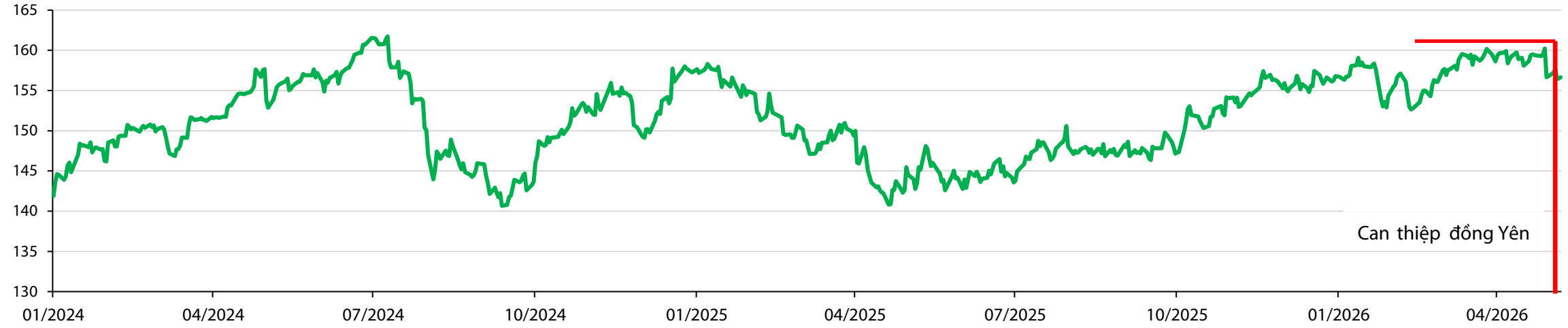


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Nhật Bản hiện chưa đối mặt với một vấn đề lạm phát như FED hay ECB. Điều BOJ đang lưỡng lự không nằm ở mức CPI hiện tại mà nằm ở việc nền kinh tế Nhật Bản đang trải qua một supply shock tạm thời hay đang bước vào giai đoạn đầu của một ngưỡng lạm phát (inflation regime) mới sau ba thập kỷ trì trệ trong giảm phát. Nhưng nếu cú sốc hiện tại dần được hấp thụ qua lãi suất (Price) thay vì khối lượng tiền tệ (Quantity), Nhật Bản có thể đang chuyển sang một giai đoạn mà lạm phát bắt đầu tự duy trì trở lại.
- Quan trọng hơn, Nhật Bản cũng phải đối mắt với dư địa can thiệp chính sách của BOJ ngày càng bị thu hẹp khi các vấn đề về cấu trúc tài khóa (fiscal structure), biến động ngoại hối (FX dynamics) và ổn định hệ thống tài chính nội địa đang dần ràng buộc lẫn nhau. Quyết định giữ nguyên lãi suất ở mức 0,75% tại cuộc họp tháng 4/2026 cho thấy BOJ vẫn đang duy trì trạng thái thận trọng trong đánh giá tín hiệu nhằm tránh lặp lại việc thắt chặt (policy tightening) quá sớm trong quá khứ.
- Ngoài ra, hệ thống tài chính nội địa gồm các định chế như Nippon Life hay Dai-ichi Life đang phải đối mặt với sự bất ổn định khi JPY quá yếu làm suy giảm nhu cầu TPCP kỳ hạn siêu dài (Ultra-long JGB), nhưng ở chiều ngược lại thì tạo áp lực mark-to-market toàn bộ danh mục foreign assets (chủ yếu là UST) chưa hedging. Chính điểm này khiến BOJ không thể thực hiện điều chỉnh lãi suất dẫn đến gây sốc cho đường curve hoặc tỷ giá mà không đe dọa đến khả năng thanh khoản của hệ thống tài chính nội địa.

CHƯƠNG TRÌNH TÀI KHÓA MỚI VÀ CÂU CHUYỆN CAN THIỆP ĐỒNG YÊN

Biến động tỷ giá JPYUSD giai đoạn 2024-nay

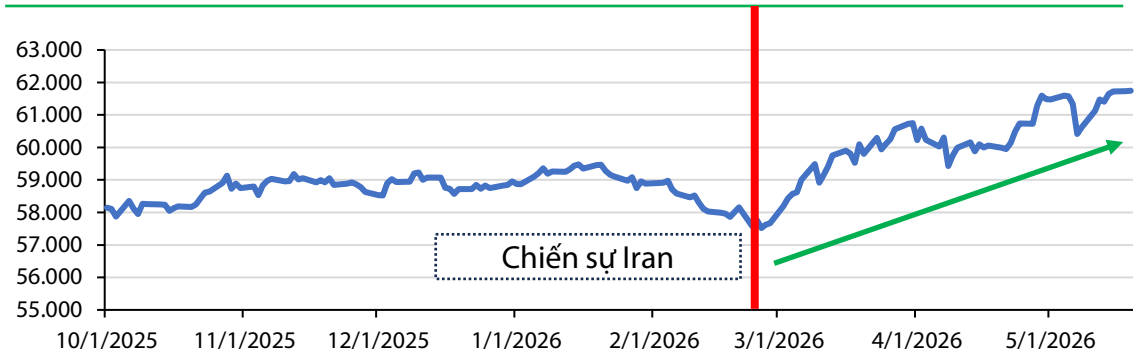


Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

- Chương trình tài khóa (Fiscal Agenda) của Thủ tướng Sanae Takaichi đang thiết lập những giới hạn biên mới lên không gian chính sách của BOJ. Sự kết hợp giữa các gói chi tiêu mở rộng, bao gồm gói kích thích 21,3 nghìn tỷ JPY và mức tăng 9,4% ngân sách quốc phòng (năm thứ tư của lộ trình 2% GDP), cùng các cải cách thuế hệ thống như bãi bỏ thuế xăng dầu, nâng ngưỡng miễn thuế lên 1,6 triệu JPY và tích hợp cash benefits.
- Định hướng mới tập trung vào kích thích tài khóa mạnh mẽ và duy trì lạm phát sẽ kiểm soát tỷ lệ Debt-to-GDP hiệu quả hơn là nỗ lực thắt chặt. Với tư duy Sanaenomics, được tiếp nối từ Abenomics, đang xác lập một trạng thái tăng cường tài khóa (Fiscal Dominance). Trong mô hình này, việc duy trì real rate thấp hơn nominal growth rate ($r < g$) trở thành một điều kiện tất yếu để có thể đạt được mục tiêu hạ tỷ lệ Debt-to-GDP bằng cách gia tăng mẫu số từ tăng trưởng và lạm phát. **Điều này dẫn tạo thành một trần cấu trúc khi BOJ nâng lãi suất điều hành (hike rate) sẽ dẫn đến gia tăng thêm chi phí cho chính phủ thay vì công cụ điều tiết lạm phát thông thường**.
- Do đó, BOJ khó thu hẹp chênh lệch lãi suất với Mỹ đủ nhanh để bảo vệ tỷ giá và chuyển hướng nhiệm vụ này sang Bộ Tài chính (MOF). **Trong bối cảnh đó, MOF sử dụng can thiệp ngoại hối (FX Intervention) như một công cụ khả dĩ** nhằm giảm thiểu biến động và kéo dài thời gian cho quá trình bình thường hóa (Normalization) của BOJ, ít nhất là trong ngắn hạn khi họ trung hòa trạng thái ngoại tệ.
- Tuy nhiên, các đợt can thiệp mua JPY và bán USD ra không thay đổi cấu trúc carry trade khi chênh lệch lãi suất giữa US và Japan xấp xỉ 300bps (3,75%-0,75%), vì chỉ JPY mạnh lên mang tính kỹ thuật sau can thiệp nhưng vô tình tái tạo lại vị thế carry trade mới thay vì tín hiệu đảo chiều USD/JPY. Minh chứng rằng trong đợt can thiệp tháng 5/2026, MOF chính thức can thiệp với quy mô khoảng 10 nghìn tỷ JPY so với 5,5 nghìn tỷ JPY của tháng 7/2024, cho thấy sự suy yếu của chính sách can thiệp lần này của MOF đối với cơ chế truyền dẫn khi các hệ thống bắt đầu khóa lẫn nhau.

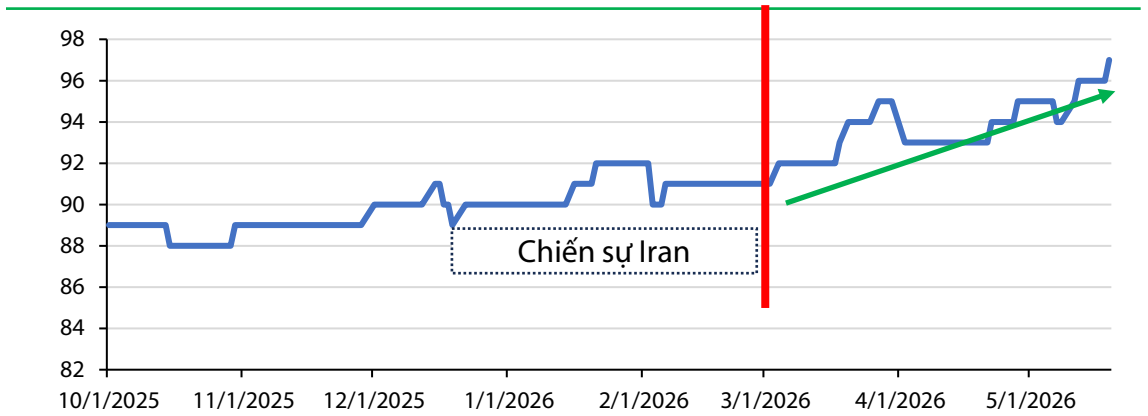
CHIẾN SỰ IRAN "HÚT CẠN" DỰ TRỮ NGOẠI HỐI CỦA CÁC NƯỚC CHÂU Á

Biến động tỷ giá đồng Peso Philippines



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Biến động tỷ giá đồng Rupee Ấn Độ



Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Philippines là nước chịu tổn thất lớn nhất khi dự trữ ngoại hối giảm 8,1% kể từ khi chiến sự Iran bùng phát, xuống còn 104 tỉ đô la. Dự trữ ngoại hối của Ấn Độ mất 5,2%, còn 691 tỉ đô la, trong khi con số này của Indonesia giảm 3,8%, xuống 146 tỉ đô la. Sự sụt giảm này không chỉ phản ánh lượng ngoại tệ được đem ra can thiệp thị trường nhằm hỗ trợ đồng nội tệ mà còn đến từ việc giá trị các tài sản nắm giữ ngoài đồng đô la bị suy yếu.

Trong những tuần gần đây, NHTW châu Á thường xuyên can thiệp thị trường tiền tệ khi giá năng lượng leo thang, làm xấu đi triển vọng kinh tế.

- Indonesia tuyên bố sẽ thực hiện các biện pháp "can thiệp thông minh" trên thị trường ngoại hối và sử dụng toàn bộ công cụ chính sách tiền tệ sau khi đồng rupiah liên tục rơi xuống mức thấp kỷ lục.
- Tại Ấn Độ, hôm 12-5, chính phủ tăng thuế nhập khẩu vàng và bạc nhằm hạn chế nhu cầu mua kim loại quí, qua đó giảm áp lực lên đồng rupee. New Delhi cũng đang cân nhắc nhiều biện pháp khẩn cấp khác để củng cố dự trữ ngoại hối, bao gồm khả năng tăng giá nhiên liệu.
- Trong khi đó, Ngân hàng Trung ương Philippines đã bán ngoại tệ để hỗ trợ đồng peso khi tỷ giá tiến sát mốc 60 peso đổi 1 đô la. Tuy nhiên, các biện pháp can thiệp vẫn không đủ để ngăn đồng tiền này phá vỡ ngưỡng tâm lý quan trọng nói trên. Giới chức Philippines đã nâng lãi suất điều hành trong tháng trước và phát tín hiệu sẵn sàng tiếp tục thắt chặt chính sách tiền tệ.

Dù các ngân hàng trung ương mạnh tay hỗ trợ thị trường, đồng tiền nhiều nước châu Á vẫn suy yếu đáng kể kể từ cuối tháng Hai. Đồng peso Philippines mất 6,1% giá trị, đồng rupee Ấn Độ giảm 5%, còn rupiah Indonesia giảm 4%. Tuy còn nhiều công cụ khác có thể được sử dụng, nhưng cuối cùng ngày càng nhiều ngân hàng trung ương trong khu vực sẽ phải nâng lãi suất để kiểm soát lạm phát và giảm áp lực mất giá tiền tệ

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 cáo 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.**

RONG VIET SECURITIES

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