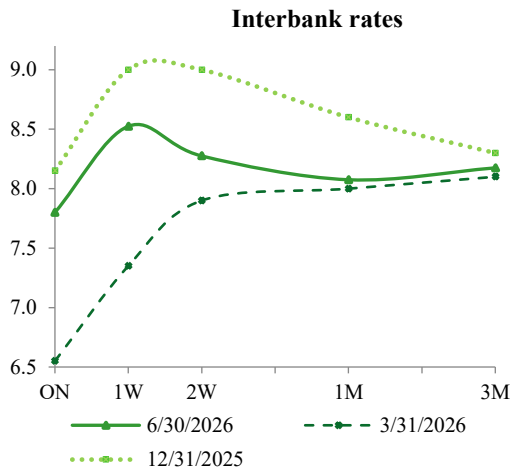
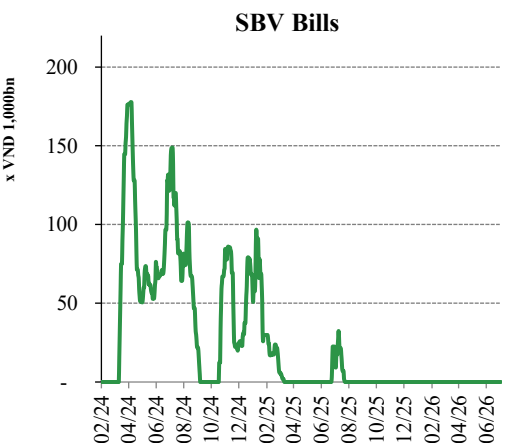
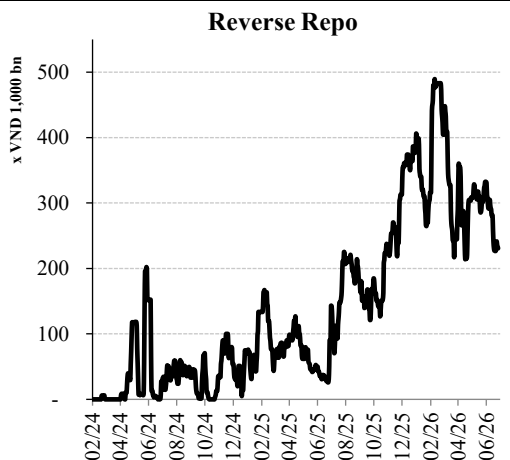


Cập nhật thông tin thị trường

Lãi suất liên ngân hàng



Thị trường mở



Chuyên gia Vĩ mô Cao cấp

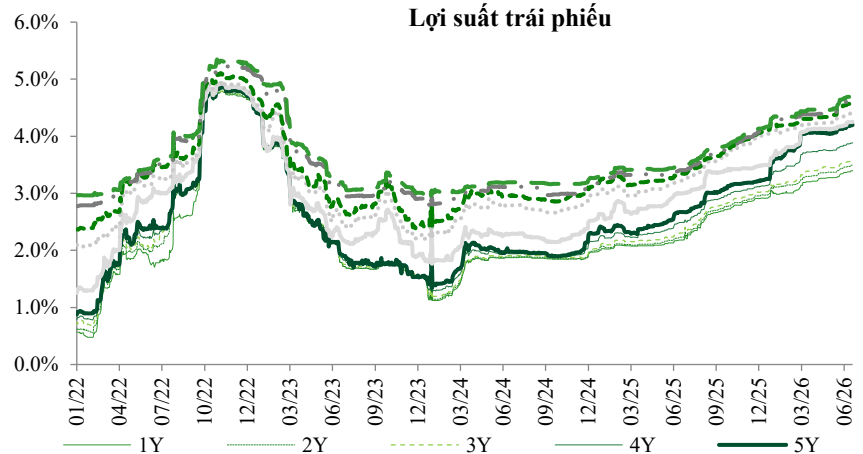
Nguyễn Hoàng Tuấn Minh

nhtminh@vcbs.com.vn

056 9999 688 ext 7184

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

BIẾN ĐỘNG LỢI SUẤT THEO KỲ HẠN:



Nguồn: VBMA, VCBS tổng hợp

ĐIỂM TIN THỊ TRƯỜNG:

- 182,561 tỷ VND (-9.35% YoY) trái phiếu trên thị trường sơ cấp trong 1H.2026. 1,618,097 tỷ VND (+15% YoY) giao dịch trên thị trường thứ cấp trong 1H.2026
- Lợi suất trái phiếu ghi nhận mức tăng ổn định kể từ đầu năm 2026. Cụ thể, lợi suất đã tăng khoảng 0,13-0,26% kể từ đầu năm 2026.
- Thanh khoản duy trì trong trạng thái thắt chặt trong thời gian dài, LSLNH neo tại ngưỡng cao. Cuối tháng 6, lãi suất ghi nhận lần lượt ở mức 7.8%, 8.52%, 8.27%, 8.07% và 8.17%.
- Khối ngoại bán ròng 833 tỷ đồng trên thị trường trong 1H.2026

TRIỂN VỌNG 2H.2026

- ✓ **Áp lực tăng lên lãi suất huy động vẫn hiện hữu; theo đó, lãi suất có thể duy trì quanh ngưỡng cao.** Định hướng điều hành của NHNN kiên định trong việc ổn định mặt bằng lãi suất và hỗ trợ tăng trưởng. Mặc dù vậy, áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất vẫn còn lớn khi chênh lệch tín dụng – huy động vẫn ở mức cao, trong khi nhu cầu vốn trung – dài hạn của nền kinh tế còn lớn, khiến các ngân hàng vẫn cần duy trì mức lãi suất đủ hấp dẫn để thu hút tiền gửi, đặc biệt tại các kỳ hạn dài nhằm đảm bảo nguồn vốn và kiểm soát rủi ro thanh khoản.
- ✓ **VCBS dự báo thanh khoản thị trường LNH trong 2H.2026 sẽ vẫn duy trì trong trạng thái thu hẹp, qua đó lãi suất LNH sẽ vẫn neo ở ngưỡng cao với các yếu tố sau:** (i) Xu hướng tăng lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới trong 2H.2026 sẽ tạo áp lực lên tỷ giá và thanh khoản LNH. (ii) Chênh lệch giữa tín dụng và huy động vẫn ở ngưỡng lớn.
- ✓ **VCBS duy trì dự báo xu hướng tăng của lợi suất Trái phiếu Chính phủ bởi những yếu tố chính sau:** (i) Xu hướng tăng lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới khiến cho chi phí vốn của nhà đầu tư tăng cao hơn trong tương lai. (ii) KBNN chịu áp lực phát hành lớn hơn trong nửa cuối năm khi kế hoạch phát hành 1H.2026 chỉ đạt 36,5% kế hoạch cho cả năm 2026, nhằm đẩy mạnh quá trình giải ngân đầu tư công.

PHẦN I. DIỄN BIẾN THỊ TRƯỜNG 1H.2026

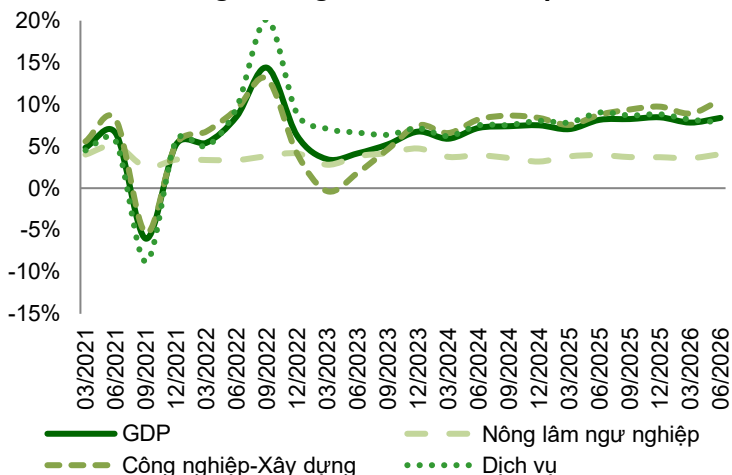
BỐI CẢNH VĨ MÔ

Tình hình kinh tế vĩ mô:

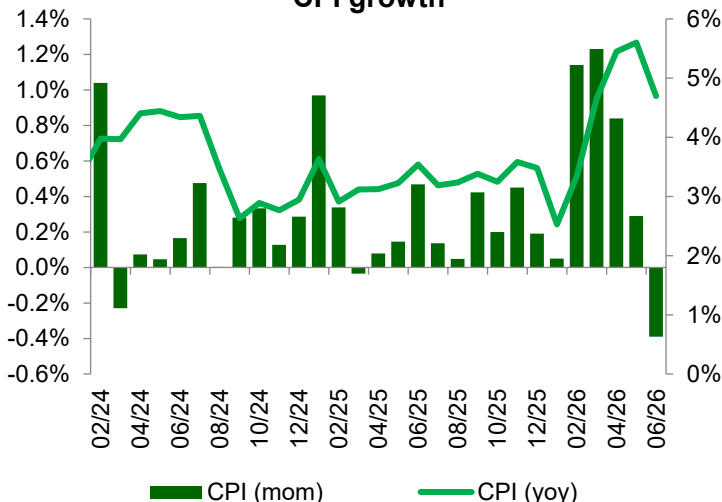
GDP sáu tháng đầu năm 2026 tăng 8,18% YoY. Thị trường ngoại hối diễn biến ổn định.

- **Tổng sản phẩm trong nước (GDP) quý II/2026 tăng trưởng với tốc độ tăng ước đạt 8,39% YoY**, GDP sáu tháng đầu năm 2026 tăng 8,18% YoY, dữ liệu cho thấy thấp hơn với mục tiêu 2 con số của Chính phủ đề ra cho giai đoạn 2026 – 2023.
- Tính chung sáu tháng đầu năm 2026, kim ngạch xuất khẩu hàng hóa đạt 266,52 tỷ USD, tăng 21,0% YoY, kim ngạch nhập khẩu hàng hóa ước đạt 283,17 tỷ USD, tăng 33,4% YoY, cán cân thương mại hàng hóa nhập siêu 16,65 tỷ USD. Nhập siêu chủ yếu do các doanh nghiệp FDI thường có xu hướng đẩy mạnh nhập khẩu máy móc, linh kiện và nguyên liệu đầu vào nửa đầu năm, nhằm phục vụ cho các đơn hàng xuất khẩu dự kiến tăng cao trong quý 3 và quý 4 (phục vụ Giáng sinh, Năm mới tại các thị trường lớn như Mỹ, EU). **VCBS kỳ vọng cán cân thương mại nhập siêu sẽ dần thu hẹp, và thặng dư vào cuối năm 2026. Động lực chính đến từ sự hồi phục của hoạt động xuất khẩu nhằm đáp ứng nhu cầu mua sắm cao điểm cuối năm tại các thị trường quốc tế.**
- Bình quân 6 tháng đầu năm 2026, CPI tăng 4,38% YoY; lạm phát cơ bản tăng 4,12%. Trong nước, nguồn cung lương thực thực phẩm được đảm bảo, kéo theo xu hướng ổn định và thậm chí giảm nhẹ của giá lương thực thực phẩm. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn lưu ý tới áp lực tăng lên giá nguyên vật liệu, và áp lực tăng lên giá dầu nếu chiến sự leo thang.
- Thị trường ngoại hối diễn biến ổn định trong 1H.2026, áp lực chỉ xuất hiện trong thời gian ngắn khi chiến sự Mỹ - Iran nổ ra. Cụ thể, tỷ giá ghi nhận mức tăng khoảng 85 điểm tại các NHTM, đóng cửa tại ngưỡng 26.466 VND/USD. Tuy nhiên, diễn biến trái chiều khi tỷ giá điều chỉnh giảm khoảng 290 điểm tại thị trường tự do, đóng cửa tại 26.530 VND/USD.
- Lãi suất huy động đồng loạt tăng trong 1H.2026, chủ yếu diễn ra tại kỳ hạn trung và dài hạn. Cụ thể, nhóm quốc doanh điều chỉnh tăng tại các kỳ hạn dài (12-24M), với lãi suất cao nhất đạt 5,90% tương ứng với mức tăng 70 điểm. Tuy nhiên, lãi suất cho thấy sự phân hóa tại nhóm TMCP tư nhân, cụ thể nhóm NH quy mô vừa ghi nhận mức tăng rõ hơn, đặc biệt >6M (+38-47 bps). Nhóm NH quy mô nhỏ biến động trái chiều, một số NH nâng lãi suất (+61-109 bps), trong khi một số khác điều chỉnh giảm cục bộ tại một số kỳ hạn (-21-50 bps) do mặt bằng lãi suất đầu năm đã ở vùng cao.

Tăng trưởng GDP theo khu vực



CPI growth



Nguồn: GSO

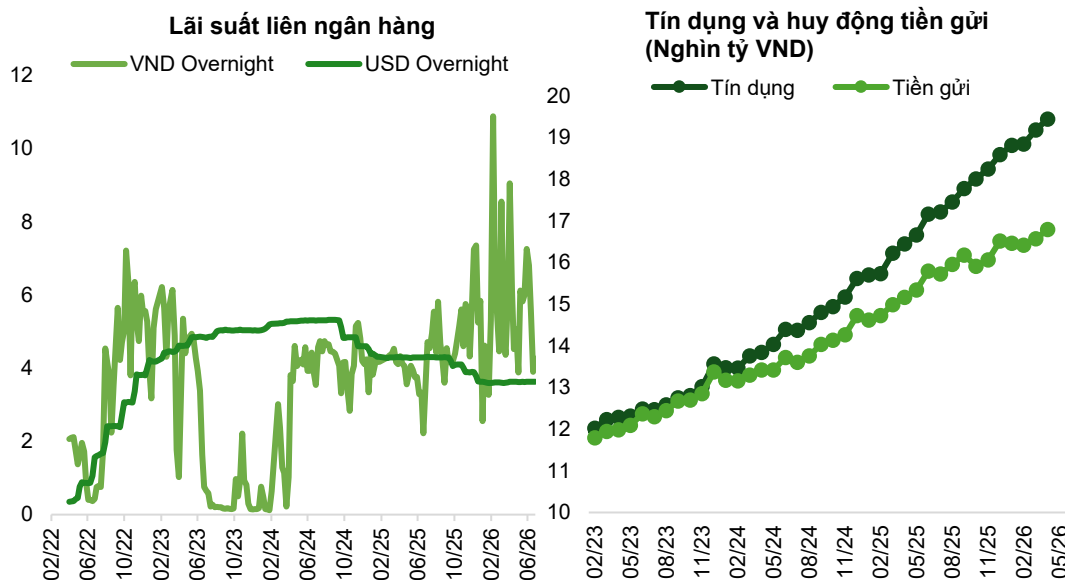
THỊ TRƯỜNG TIỀN TỆ - LÃI SUẤT LIÊN NGÂN HÀNG

Lãi suất liên ngân hàng bất tăng trong nửa đầu năm 2026, trong bối cảnh thanh khoản thắt chặt kéo dài.

Thanh khoản tại một số ngân hàng đã trở nên mỏng hơn sau giai đoạn thanh khoản thắt chặt kéo dài từ nửa cuối năm trước; khiến dư địa hấp thụ các cú sốc ngắn hạn bị thu hẹp. Trong bối cảnh đó, áp lực thanh khoản có xu hướng xuất hiện cục bộ tại một số ngân hàng, buộc các đơn vị này phải gia tăng phụ thuộc vào nguồn vốn trên thị trường liên ngân hàng với chi phí cao hơn. Nguyên nhân chủ yếu đến từ:

1. Tăng trưởng tín dụng duy trì ở mức cao trong khi huy động vốn trên thị trường 1 tăng chậm hơn, làm gia tăng chênh lệch tín dụng – huy động, đẩy tỷ lệ LDR lên mức cao.
2. Việc điều chỉnh cách tính tỷ lệ LDR từ đầu năm 2026 theo hướng loại trừ tiền gửi KBNN đã trực tiếp làm gia tăng áp lực huy động vốn trong hệ thống ngân hàng.
3. Áp lực tỷ giá xuất hiện tại giai đoạn chiến sự Mỹ - Iran diễn ra, dòng vốn dịch chuyển sang tài sản trú ẩn như USD, ngoài ra nhu cầu USD trong nước tăng cao, xuất phát từ nhu cầu nhập khẩu nguyên vật liệu phục vụ hoạt động sản xuất kinh và xây dựng. Tuy nhiên, khi chiến sự diễn biến tích cực hơn tại tháng 4, thị trường ngoại hối đã tiến triển ổn định trở lại.

Theo đó, đối với các kỳ hạn ngắn, LSLNH tiếp tục duy trì trạng thái biến động mạnh và nhạy cảm hơn trước các thời điểm căng thẳng thanh khoản cục bộ; trong khi mặt bằng lãi suất các kỳ hạn trung – dài hạn chủ yếu neo ở vùng tương đối cao, khoảng 7–8%. Tại giữa năm 2026, lãi suất ghi nhận lần lượt ở mức 7,8%, 8,52%, 8,27%, 8,07% và 8,17%.



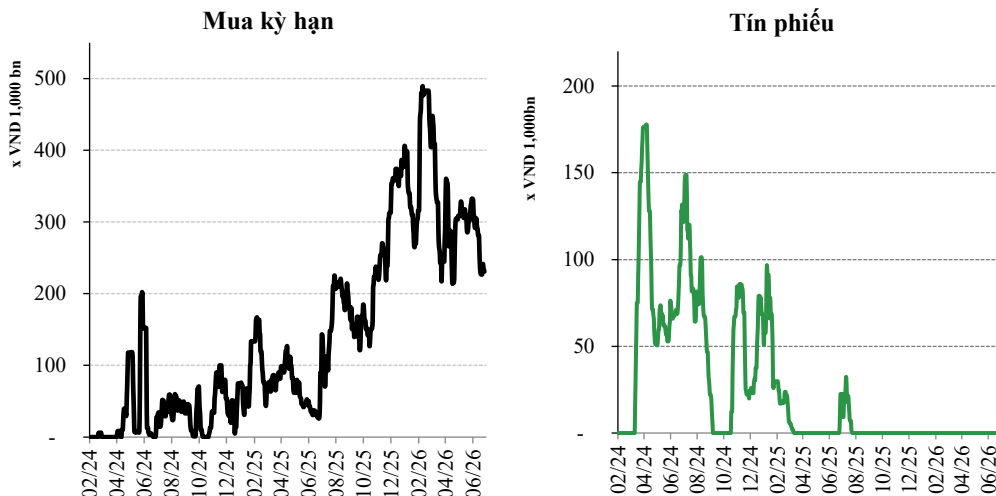
Nguồn: Bloomberg, CEIC, VCBS

NGHIỆP VỤ THỊ TRƯỜNG MỜ

Trong bối cảnh trạng thái thanh khoản hệ thống LNH thắt chặt trong thời gian dài, NHNN đã sử dụng khá nhịp nhàng công cụ Nghiệp vụ thị trường mờ.

Trong nửa đầu năm 2026, NHNN đã sử dụng khá nhịp nhàng công cụ Nghiệp vụ thị trường mờ, trong đó trạng thái bơm ròng duy trì ở ngưỡng 91.223 tỷ đồng. Cụ thể, trong quý 1 và quý 2, chênh lệch tín dụng & huy động ở ngưỡng lớn và việc điều chỉnh cách tính tỷ lệ LDR từ đầu năm 2026 theo hướng loại trừ tiền gửi KBNN đã trực tiếp làm gia tăng áp lực thanh khoản trong hệ thống ngân hàng. Theo đó, công cụ Mua kỳ hạn (7 ngày, 14 ngày, 28 ngày, 35 ngày, 56 ngày và 91 ngày) được linh hoạt sử dụng nhằm hỗ trợ và đảm bảo thanh khoản hệ thống ngân hàng.

Trong bối cảnh các biến số vĩ mô cuối năm trở nên phức tạp và khó lường tại 2H.2026, VCBS đánh giá NHNN sẽ đặt việc đảm bảo thanh khoản hệ thống làm ưu tiên, đồng thời duy trì sự kiểm soát chặt chẽ để ứng phó với các áp lực tỷ giá tiềm ẩn. Đây được xem là yếu tố then chốt để nhà điều hành cân đối các mục tiêu khác như ổn định tỷ giá và hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng của Chính phủ.



Nguồn: SBV, VCBS tổng hợp

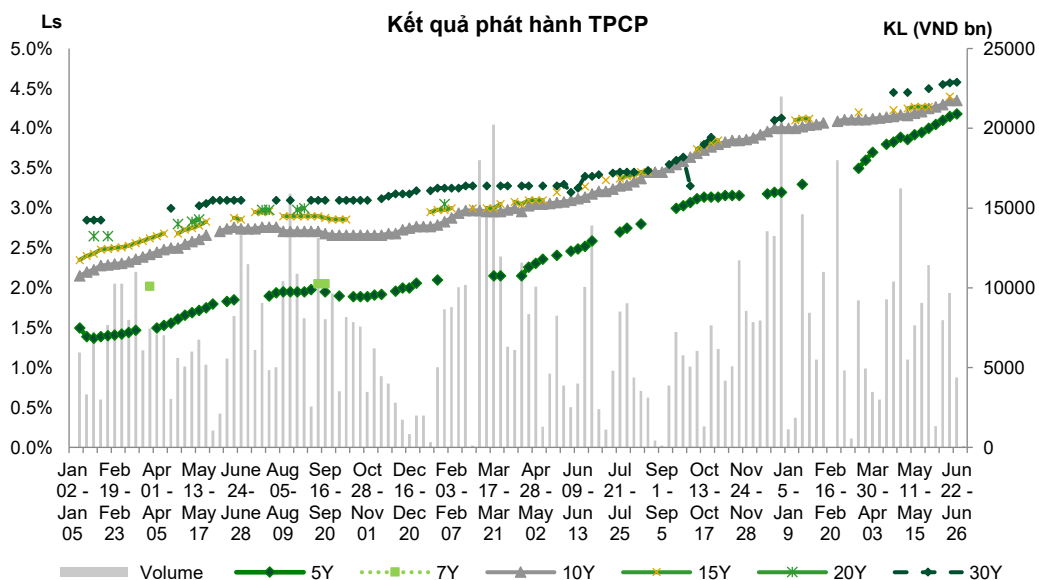
THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU NỬA ĐẦU 2026: LỢI SUẤT VÀ THANH KHOẢN BẬT TĂNG

Thị trường trái phiếu sơ cấp

182.561 tỷ VND (-9.35% YoY) trái phiếu trên thị trường sơ cấp 1H. 2026

Lãi suất trúng thầu bật tăng, nhưng khối lượng huy động giảm

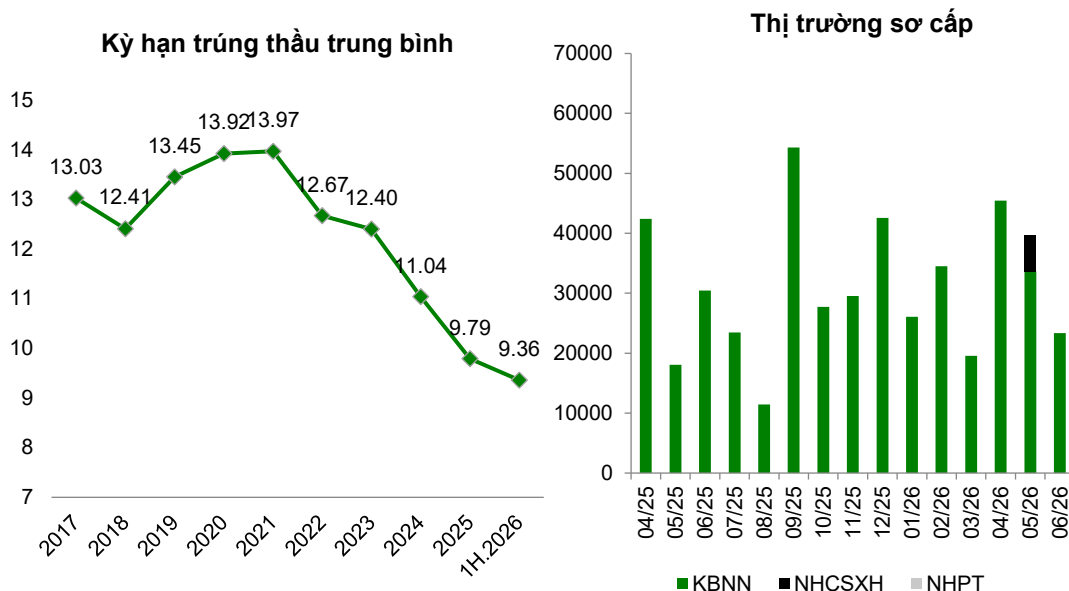
Kho bạc Nhà nước (KBNN) huy động 182.561 tỷ VND (-9.35% YoY) trái phiếu trên thị trường sơ cấp trong nửa đầu năm 2026. Lợi suất trúng tăng mạnh tại phần lớn các kỳ hạn với mức tăng trong khoảng 0,35 – 0,88%. Trong đó, lợi suất trúng thầu tăng ở thời điểm cuối quý 2



Nguồn: HNX, VCBS

Trong nửa đầu năm 2026, bên cạnh kỳ hạn thanh khoản 10 năm, KBNN cũng đẩy mạnh phát hành kỳ hạn ngắn hạn 3Y và 5Y nhằm phục vụ nhu cầu đẩy mạnh đầu tư công của Chính phủ. Theo đó, kỳ hạn trung bình giảm nhẹ xuống khoảng dưới 10 năm (vẫn trong đảm bảo mục tiêu kỳ hạn trung bình của Chính phủ, và đáp ứng cung ứng nguồn vốn) trong bối cảnh Chính phủ tập trung đẩy mạnh đầu tư công trong các năm trở lại đây.

Cụ thể, KBNN huy động 355 tỷ đồng; 27.255 tỷ đồng; 151.941 tỷ đồng; 2.525 tỷ đồng; 485 tỷ đồng trái phiếu tại các kỳ hạn 3 năm, 5 năm, 10 năm, 15 năm và 30 năm.



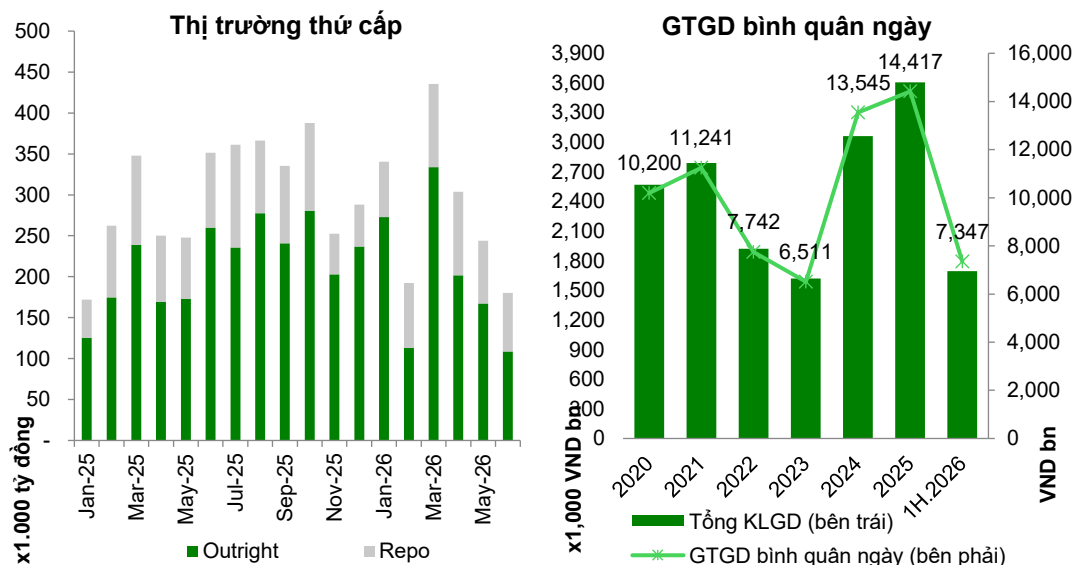
Nguồn: HNX, VCBS

Thị trường thứ cấp

1.618.097 tỷ VND (+15% YoY) giao dịch trên thị trường thứ cấp trong 1H.2026

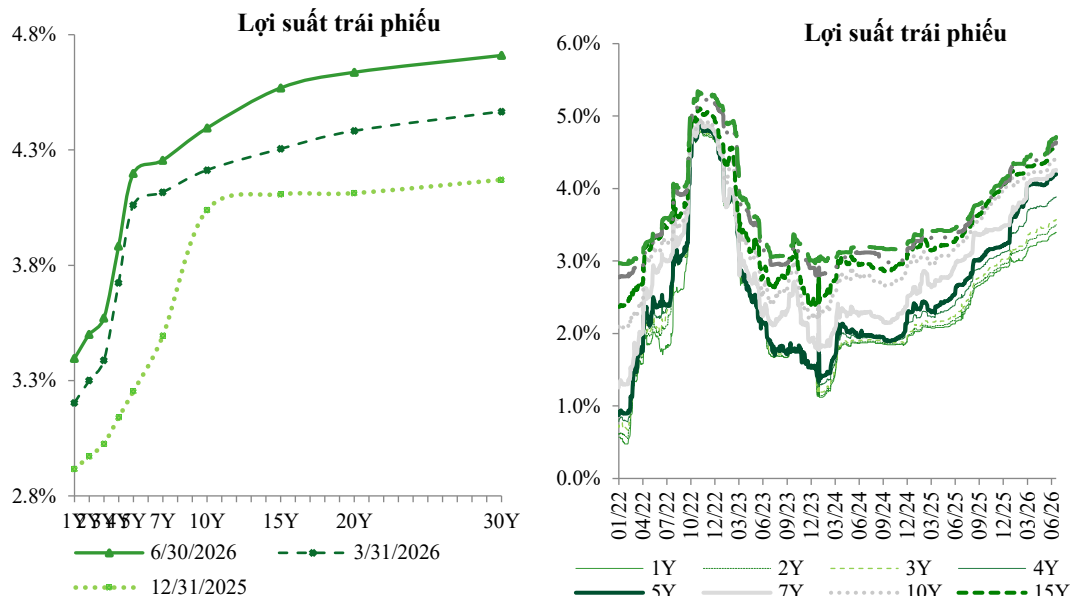
Thanh khoản trung bình phiên tăng đi kèm với xu hướng tăng của lợi suất trái phiếu.

1.618.097 tỷ VND (+15% YoY) giao dịch trên thị trường thứ cấp. Khối lượng giao dịch outright và repo lần lượt đạt **1.127.405 tỷ đồng (+22% YoY)** và **490.691 tỷ đồng (+1% YoY)**. Thanh khoản giao dịch trung bình phiên đạt khoảng 7,347 tỷ đồng.



Nguồn: HNX, VBA, VCBS

Lợi suất trái phiếu ghi nhận mức tăng mạnh từ đầu năm 2026. Cụ thể, lợi suất đã tăng khoảng 0,13-0,26% kể từ đầu năm 2026. Theo thống kê của VBMA, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 4 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm và 30 năm lần lượt kết thúc quý ở 3.396% (+19.2 bps YoY), 3.5% (+20 bps YoY), 3.571% (+18.3 bps YoY), 3.884% (+16 bps YoY), 4.198% (+13.7 bps YoY), 4.256% (+13.9 bps YoY), 4.395% (+18.2 bps YoY), 4.569% (+26.4 bps YoY), 4.637% (+25.4 bps YoY), 4.71% (+24.3 bps YoY).

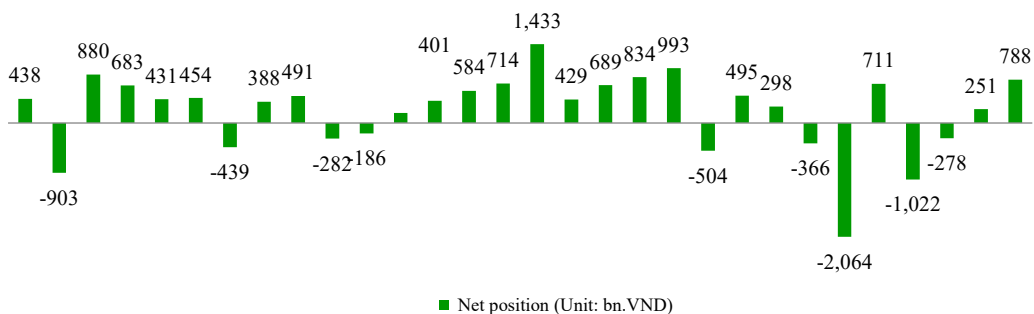


Nguồn: VBMA, VCBS

Khối ngoại bán ròng 833 tỷ đồng trên thị trường trong 1H.2026

Khối ngoại bán ròng 833 tỷ đồng trong 1H.2026. Trong đó, xu hướng bán ròng mạnh diễn ra tại Quý 1 và tập trung tại kỳ hạn ngắn và vừa (5 – 10 năm); tuy nhiên, xu hướng mua ròng trở lại diễn ra tại Quý 2.

Giao dịch của Nhà đầu tư ngoại trên thị trường thứ cấp



■ Net position (Unit: bn.VND)

Nguồn: HNX, Bloomberg

PHẦN II. TRIỂN VỌNG THỊ TRƯỜNG 2H.2026

NỀN TẢNG VĨ MÔ VỮNG CHẮC, ĐÓN ĐẦU KỶ NGUYÊN VƯỜN MÌNH

Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng 11,9% trong 6 tháng cuối năm 2026

Bước sang nửa cuối năm 2026, sự ổn định chính trị tiếp tục là nền tảng vững chắc, tạo điều kiện thuận lợi để Chính phủ triển khai các chiến lược bứt phá nhằm hiện thực hóa mục tiêu tăng trưởng kinh tế đầy tham vọng. **Cụ thể, Nghị quyết 168 ngày 27/6 đã cập nhật kịch bản điều hành, theo đó toàn nền kinh tế phải nỗ lực đạt mức tăng trưởng 11,9% trong 6 tháng cuối năm, quyết tâm đưa tăng trưởng GDP cả năm 2026 từ 10% trở lên gắn với ổn định vĩ mô.**

Để đạt được đích đến này, các ngành kinh tế chủ chốt đều được điều chỉnh mục tiêu tăng trưởng theo ngành như sau:

1. Ngành Nông, lâm, thủy sản phấn đấu đạt 4,0% cả năm (6 tháng cuối năm đạt 4,3%)
2. Ngành Công nghiệp và Xây dựng kỳ vọng 12,3%, trong đó tiểu ngành công nghiệp chế biến, chế tạo tạo đột phá với mức tăng 12,2%
3. Ngành Dịch vụ mục tiêu đạt 10,1% cả năm (6 tháng cuối năm đạt 12,0%).

Bên cạnh đó, các địa phương đóng vai trò động lực được giao chỉ tiêu tăng trưởng GRDP rất cao, tiêu biểu như Hải Phòng và Quảng Ninh (13%), Bắc Ninh (12,5%), Hà Nội (11%), TP.HCM (10,2%) và Đồng Nai (10%).

Trong công tác điều hành, Chính phủ tập trung cao độ vào việc giải ngân 100% kế hoạch vốn đầu tư công năm 2026 và cho phép sử dụng vượt 50% khả năng ngân quỹ nhà nước tạm thời nhàn rỗi để gửi có kỳ hạn tại các ngân hàng thương mại, nhằm tối ưu hóa phối hợp chính sách tài khóa và tiền tệ.

Để hiện thực hóa các mục tiêu này, hệ thống giải pháp đồng bộ đang được triển khai quyết liệt như dưới đây:

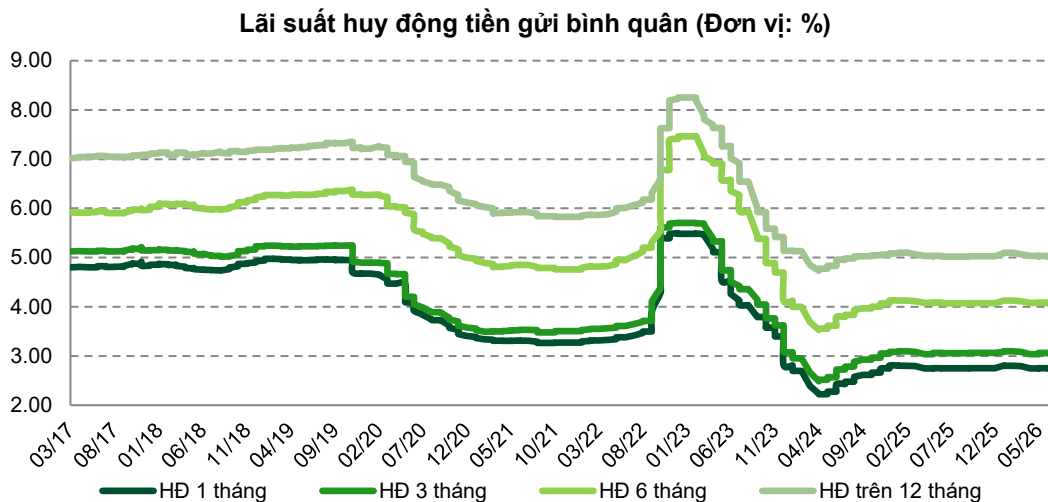
- **Chính sách tài khóa và tiền tệ:** Thực thi chính sách tài khóa mở rộng có trọng tâm thông qua gia hạn thuế, tiền thuê đất; Ngân hàng Nhà nước chủ động kiểm soát tín dụng rủi ro và điều hướng dòng vốn vào các dự án trọng điểm.
- **Đầu tư và hạ tầng:** Đẩy nhanh tiến độ các công trình quốc gia (đường sắt đô thị, cảng hàng không, khai khoáng), đồng thời tháo gỡ điểm nghẽn về nguyên vật liệu xây dựng và nhà ở xã hội.
- **Thúc đẩy các ngành mũi nhọn:** Tăng cường kích cầu tiêu dùng nội địa và du lịch; trong nông nghiệp, chủ động ứng phó với El Nino, cấp mã số vùng trồng và quyết liệt gỡ thẻ vàng IUU, kết hợp khai thác hiệu quả các Hiệp định thương mại tự do (FTA).

Bối cảnh 6 tháng cuối năm 2026 thể hiện một quyết tâm chính trị mạnh mẽ và tư duy quản trị đầy đột phá của Chính phủ Việt Nam. Việc đặt ra các mục tiêu tăng trưởng đầy tham vọng trên 10% cùng các con số cụ thể cho từng ngành và địa phương không chỉ khẳng định vị thế của nền kinh tế mà còn tạo ra sự phát triển bền vững.

Việc kết hợp đồng bộ giữa chính sách tài khóa, giải ngân đầu tư công và tối ưu hóa nguồn lực ngân quỹ cho thấy sự linh hoạt, nhạy bén trong điều hành kinh tế vĩ mô. Điều này không chỉ tạo khung pháp lý vững chắc mà còn trực tiếp thúc đẩy các hoạt động kinh tế, tháo gỡ điểm nghẽn và tối ưu hóa năng suất lao động. Sự nhất quán từ trung ương đến địa phương, cùng với định hướng phát triển xanh và bền vững (tiết kiệm năng lượng), chính là bảo chứng tích cực cho một tương lai kinh tế Việt Nam đầy triển vọng và khả năng bứt phá mạnh mẽ trong dài hạn.

KỲ VỌNG MẶT BẰNG LÃI SUẤT HUY ĐỘNG ỔN ĐỊNH ĐI NGANG

Lãi suất có thể duy trì vùng cao trong nửa cuối năm 2026



Nguồn: Các NHTM

Mặt bằng lãi suất huy động có thể đi ngang tại vùng cao trong nửa cuối năm 2026.

- ✓ NHNN tiếp tục điều hành lãi suất ổn định để đảm bảo phù hợp với lãi suất chung của nền kinh tế nhằm hướng mục tiêu tăng trưởng GDP 11,9% trong nửa cuối năm 2026.
- ✓ Việc nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung – dài hạn từ 30% lên 40% cho phép các ngân hàng sử dụng linh hoạt hơn nguồn vốn ngắn hạn để tài trợ cho vay trung – dài hạn, qua đó giảm bớt áp lực huy động vốn kì hạn ngắn.
- ✓ Mặc dù vậy, áp lực tăng lên mặt bằng lãi suất vẫn còn lớn khi chênh lệch tín dụng – huy động vẫn ở mức cao, trong khi nhu cầu vốn trung – dài hạn của nền kinh tế còn lớn, khiến các ngân hàng vẫn cần duy trì mức lãi suất đủ hấp dẫn để thu hút tiền gửi, đặc biệt tại các kỳ hạn dài nhằm đảm bảo nguồn vốn và kiểm soát rủi ro thanh khoản.

Yếu tố cần theo dõi: (i) Xu hướng tăng lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới trong 2H.2026 sẽ tạo áp lực lên mặt bằng LSHĐ. (ii) Áp lực tăng tại LSHĐ có thể xuất hiện vào cuối năm, khi ngân hàng thường đẩy mạnh cho vay; mặc dù vậy, chúng tôi nhận định áp lực này nếu có sẽ không lớn và sẽ chỉ xảy ra tại nhóm NH TMCP tư nhân. (ii) Rủi ro giá dầu bất tăng mạnh nếu xung đột địa chính trị có thể tạo áp lực lên lạm phát và tỷ giá, và phần nào thu hẹp không gian điều hành của NHNN trong thời gian tới.

Lãi suất cho vay trung bình dự báo đi ngang và tiếp tục thể hiện sự ổn định

- ✓ Chất lượng tín dụng và LSCV vẫn được NHNN chỉ định hướng thông qua các chỉ thị, theo dõi sát sao thông qua các báo cáo lãi suất. Theo đó, VCBS kỳ vọng mặt bằng lãi suất cho vay trung bình tiếp tục được duy trì ở mức ổn định, qua đó hỗ trợ tăng trưởng kinh tế.
- ✓ Trong bối cảnh các NHTM đang cạnh tranh gay gắt để tiếp cận khách hàng chất lượng, đồng thời phải thực hiện chủ trương của Chính phủ và NHNN về việc định hướng tín dụng cho các lĩnh vực được ưu tiên, mặt bằng lãi suất cho vay khó có dư địa để tăng mạnh, ngoại trừ trường hợp xảy ra những cú sốc kinh tế bất ngờ.

Dựa trên các dữ liệu kinh tế vĩ mô trong nước và quốc tế mới nhất, VCBS nhận định mặt bằng lãi suất huy động có thể duy trì ở ngưỡng cao. Đồng thời, lãi suất cho vay có thể ghi nhận sự phân hóa giữa các nhóm rủi ro và các ngành được ưu tiên phát triển hướng tới tăng trưởng chung của nền kinh tế. Điều này phù hợp với quy định trong Công văn số 5386 cho phép loại trừ tín dụng được cấp cho 18 dự án cơ sở hạ tầng tư nhân được lựa chọn do Vingroup, Sun Group và Masterise phát triển khỏi giới hạn tăng trưởng tín dụng hàng năm của các ngân hàng do NHNN đặt ra.

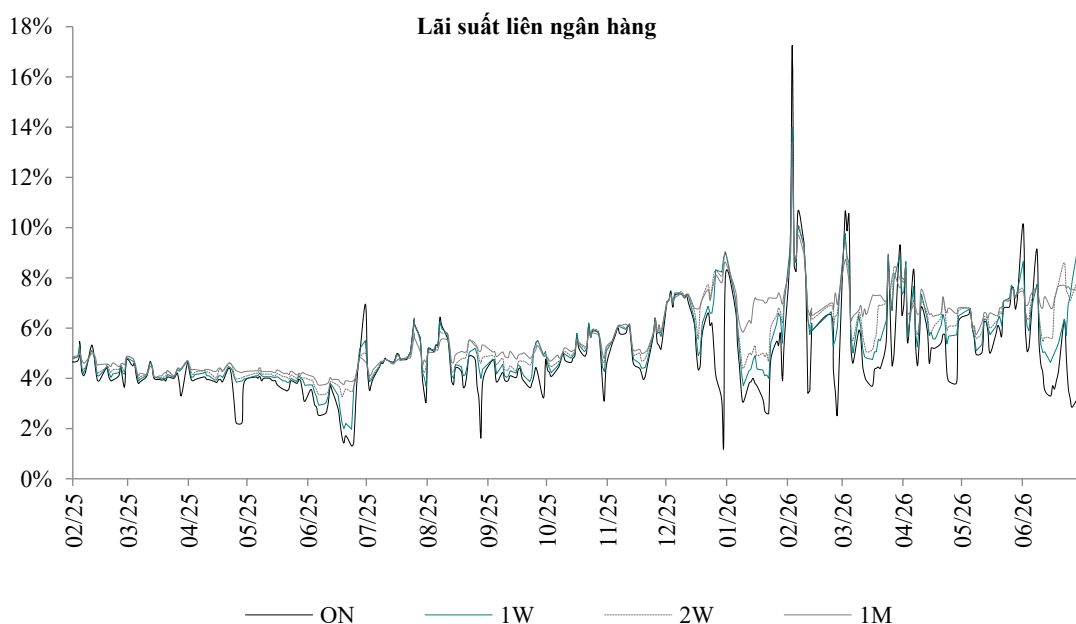
Thanh khoản thị trường LNH trong 2H.2026 sẽ vẫn duy trì trong trạng thái thu hẹp, qua đó lãi suất LNH sẽ vẫn neo ở ngưỡng cao. Tuy nhiên vẫn xuất hiện các yếu tố hỗ trợ nhất định.

VCBS dự báo thanh khoản thị trường LNH trong 2H.2026 sẽ vẫn duy trì trong trạng thái thu hẹp, qua đó lãi suất LNH sẽ vẫn neo ở ngưỡng cao với các yếu tố sau:

1. Xu hướng tăng lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới trong 2H.2026 sẽ tạo áp lực lên tỷ giá, qua đó tác động tới thanh khoản thị trường LNH, đồng thời thu hẹp dư địa CSTT của nhà điều hành.
2. Diễn biến chênh lệch giữa tín dụng và huy động vẫn ở ngưỡng lớn (1,96 triệu tỷ tính đến cuối tháng 6), qua đó tiếp tục vẫn là yếu tố khiến cho LDR duy trì ở ngưỡng cao.
3. Lượng trái phiếu doanh nghiệp đáo hạn trong nửa cuối năm 2026 duy trì ở ngưỡng lớn, cụ thể theo VBMA, giá trị trái phiếu đáo hạn đạt 116.329 tỷ đồng trong đó nhóm bất động sản chiếm tỷ trọng lớn nhất với 63.020 tỷ đồng, tương ứng 54,2%. Qua đó, tại thời điểm khối lượng trái phiếu doanh nghiệp này đáo hạn sẽ làm gia tăng áp lực thanh khoản của hệ thống ngân hàng, theo đó đây cũng sẽ là thời điểm LSLNH duy trì ở ngưỡng cao.
4. Các thời điểm lãi suất LNH có thể biến động mạnh trong biên độ rộng có thể diễn ra trong giai đoạn chuyển giao tháng, quý và đặc biệt là thời điểm cuối năm khi nhu cầu vốn ở ngưỡng lớn.

Tuy nhiên, trong bối cảnh thanh khoản thị trường LNH duy trì ở trạng thái thu hẹp tại thời điểm 2H.2026, chúng tôi vẫn quan sát thấy những yếu tố hỗ trợ sau:

1. NHNN đã ban hành Thông tư 25 điều chỉnh cách tính tỷ lệ dư nợ tín dụng trên vốn huy động. Thông tư này duy trì tỷ lệ 20% được cộng thêm vào vốn huy động đối với tiền gửi có kỳ hạn của KBNN, đồng thời Thống đốc NHNN quyết định trong từng thời kỳ. NHNN cũng đã nâng tỷ lệ tối đa nguồn vốn ngắn hạn được sử dụng để cho vay trung hạn và dài hạn từ 30% lên 40%, đảo ngược lộ trình trước đó vốn đã từng giảm tỷ lệ này từ 40% xuống 30% trong giai đoạn tài khóa 2020–2023
2. Chính phủ đã ban hành Nghị quyết số 168, giao NHNN và BTC phối hợp quản lý tiền gửi của KBNN tại các NHTM nhằm bổ sung thanh khoản cho hệ thống ngân hàng. Nghị quyết này cũng cho phép BTC có thẩm quyền tăng lượng tiền gửi của KBNN tại các NHTM vượt mức trần 50% vốn nhận rồi tạm thời hiện nay.

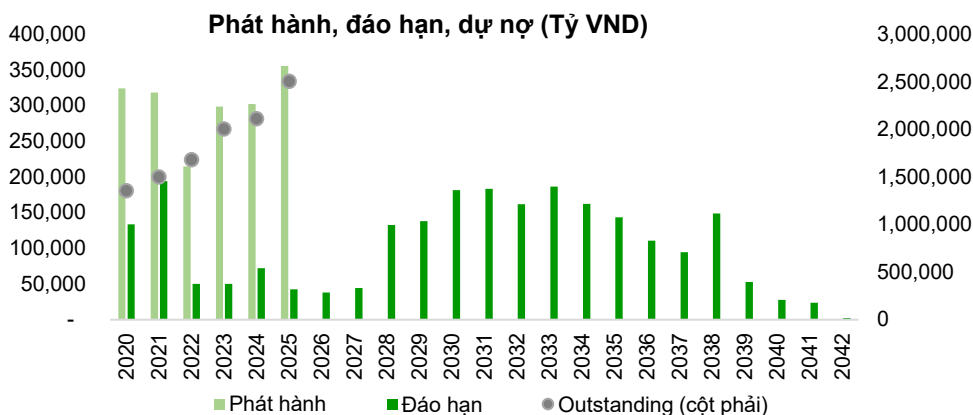


Nguồn: VCBS tổng hợp

XU HƯỚNG BIẾN ĐỘNG CỦA LỢI SUẤT TRÁI PHIẾU

Trái phiếu đáo hạn ở ngưỡng thấp và nhu cầu phát hành trong 2H.2026 ở ngưỡng cao.

Lượng trái phiếu chính phủ đáo hạn trong năm 2026 không lớn khi chỉ ở ngưỡng 38,000 tỷ đồng, thấp trong vòng 6 năm trở lại đây.



Nhu cầu vay của Chính phủ năm 2026 tăng mạnh với ước tính khoảng 19% so với kế hoạch vay Chính phủ năm 2025. Nhu cầu vay nhằm phục vụ hoạt động trả nợ gốc, và giải ngân đầu tư công. Năm 2026 được kỳ vọng là năm sẽ đạt sự cải thiện đột phá về tốc độ giải ngân đầu tư, và là động lực chính cho tăng trưởng GDP.

Bảng: Thống kê nhu cầu vốn NSTW theo dự toán được Quốc hội phê duyệt

	2024	2025	2026
Tổng nhu cầu vay ngân sách TW	676.057	815.238	969.796
Vay để bù đắp bộ chi NSTW	372.9	468.542	583.700
Vay để trả nợ gốc	287.034	361.142	376.005
Vay về cho vay lại	16.123	38.407	10.092

Nguồn: BTC, VCBS tổng hợp

Tính đến hết quý 2, tỷ lệ phát hành trái phiếu chỉ đạt ngưỡng 36,5% so với kế hoạch phát hành trái phiếu năm 2026 với khối lượng 500.000 tỷ VNĐ của KBNN. VCBS đánh giá áp lực phát hành trái phiếu ở thời điểm nửa cuối năm ở ngưỡng cao và có thể gây áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu chính phủ, trong đó áp lực phát hành tại quý 3 khá cao và cao hơn nữa tại quý 4.

Bảng: Kế hoạch phát hành trái phiếu 2026

Kỳ hạn	Kế hoạch 2026	Phát hành 1H.2026	Kế hoạch Q3	% Phát hành 2026
3Y	-	355	5.000	-
5Y	-	27.255	35.000	-
7Y	-	0	2.000	-
10Y	-	151.941	60.000	-
15Y	-	2.525	14.000	-
20Y	-	0	2.000	-
30Y	-	485	2.000	-
Tổng	500.000	182.561	120.000	31.8%

Nguồn: KBNN

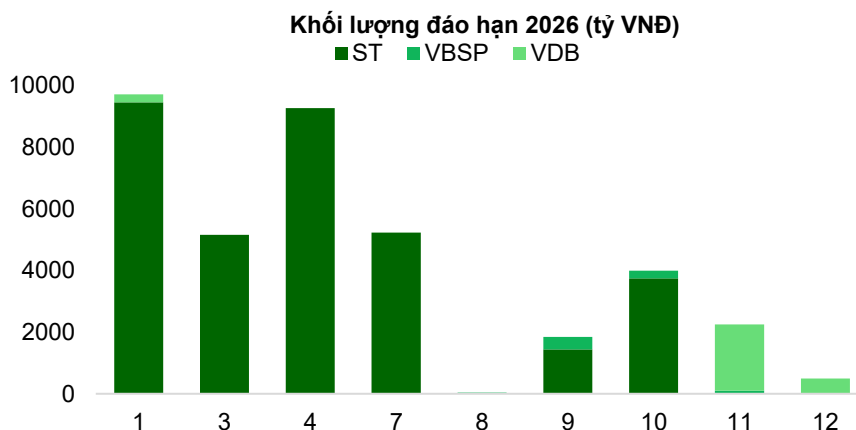
Lợi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục được chúng tôi dự báo xu hướng tăng ở mức vừa phải trong nửa cuối năm 2026.

Lợi suất trái phiếu chính phủ được dự báo duy trì đà tăng trong 2H.2026

- ✓ Xu hướng tăng lãi suất, thắt chặt chính sách tiền tệ của các NHTW lớn trên thế giới khiến cho chi phí vốn của nhà đầu tư tăng cao hơn trong tương lai.
- ✓ Chính phủ đặt mục tiêu tăng trưởng cao, hướng tới mức 11,9% trong 2H.2026, nhu cầu tín dụng của nền kinh tế đặc biệt là vốn trung và dài hạn cho đầu tư công, hạ tầng và sản xuất tiếp tục được dự báo duy trì ở ngưỡng cao.
- ✓ KBNN chịu áp lực phát hành lớn hơn trong nửa cuối năm khi kế hoạch phát hành 1H.2026 chỉ đạt 36,5% kế hoạch cho cả năm 2026, nhằm đẩy mạnh quá trình giải ngân đầu tư công.
- ✓ Lợi suất kỳ vọng duy trì ở ngưỡng cao giúp thu hút nhà đầu tư trong nước và quốc tế trong bối cảnh nhu cầu phát hành ở ngưỡng lớn.
- ✓ Thanh khoản thị trường liên ngân hàng tiếp tục được dự báo duy trì ở trạng thái thu hẹp, qua đó lãi suất tại thị trường liên ngân hàng được kỳ vọng neo ở ngưỡng cao.

Tuy nhiên, sau đó VCBS kỳ vọng diễn biến thị trường có thể thuận lợi hơn khi xuất hiện các yếu tố sau:

- ✓ Khối lượng TPCP đáo hạn trong 2H.2026 thấp hơn rất nhiều so với thời điểm đầu năm, do đó áp lực có thể giảm dần tại những tháng cuối năm.
- ✓ Rủi ro giá dầu bất tăng mạnh nếu xung đột địa chính trị có thể tạo áp lực lên lạm phát và tỷ giá, và phần nào thu hẹp không gian điều hành của NHNN trong thời gian tới.
- ✓ Thị trường ngoại hối được kỳ vọng diễn biến thuận lợi hơn trong nửa cuối năm, cán cân thương mại được kỳ vọng thặng dư trở lại khi các doanh nghiệp đẩy mạnh các đơn hàng xuất khẩu.



Như vậy, lợi suất trái phiếu Chính phủ tiếp tục được chúng tôi dự báo xu hướng tăng ở mức vừa phải trong nửa cuối năm 2026.

Thị trường sơ cấp

Tháng								VDB	VBSP	Khác		
	KLPH	5 Năm	7 Năm	10 Năm	15 Năm	20 Năm	30 Năm	KLPH	KLPH	KLPH	KLPH	KLPH
07/25	25.859	2,75	N/A	3,29	3,4	N/A	3,45	0	25.859	0	25.859	
08/25	11.464	2,8	N/A	3,45	3,45	N/A	3,47	0	11.464	0	11.464	
09/25	16.975	3,03	N/A	3,59	N/A	N/A	3,64	0	16.975	0	16.975	
10/25	27.740	3,14	N/A	3,80	3,85	N/A	3,89	0	27.740	0	27.740	
11/25	29.540	3,16	N/A	4,25	4,15	N/A	N/A	6.050	29.540	0	29.540	
12/25	64.581	3,20	N/A	4,00	N/A	N/A	4,13	0	64.581	0	64.581	
01/26	26.046	3,30	N/A	4,04	4,12	N/A	N/A	0	26.046	0	26.046	
02/26	34.495	N/A	N/A	4,09	N/A	N/A	N/A	0	34.495	0	34.495	
03/26	19.560	3,60	N/A	4,11	4,20	N/A	N/A	0	19.560	0	19.560	
04/26	45.455	3,83	N/A	4,15	4,23	N/A	4,45	0	45.455	0	45.455	
05/26	33.630	4,00	N/A	4,25	4,27	N/A	4,50	0	33.630	0	33.630	
06/26	30.473	5,59	N/A	3,18	3,27	N/A	3,4	0	30.473	0	30.473	

Thị trường Thứ cấp

Tháng	Trái phiếu		Tín phiếu kho bạc		Tổng
	Outright	Repo	Outright	Repo	
07/25	235.718	125.619	-	-	361.337
08/25	277.547	85.953	-	-	363.500
09/25	211.359	87.274	-	-	298.633
10/25	155.605	132.824	-	-	288.429
11/25	203.055	49.517	-	-	252.572
12/25	237.040	53.707	-	-	290.748
01/26	272.727	56.717	-	-	329.444
02/26	113.003	79.245	-	-	159.278
03/26	278.081	101.627	-	-	379.708
04/26	201.553	102.043	-	-	303.597
05/26	167.123	76.681	-	-	243.804
06/26	246.250	91.465	-	-	337.715

Thị trường mở

Month	Reverse Repo				Outright			
	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế
07/25	528.620	596.570	67.950	213.350	-	-	-	-
08/25	584.732	604.700	19.967	187.315	-	-	-	-
09/25	378.168	341.083	(37.085)	156.445	-	-	-	-
10/25	329.043	333.812	4.769	182.705	-	-	-	-
11/25	546.875	653.303	106.428	224.338	-	-	-	-
12/25	427.271	546.341	119.070	377.107	-	-	-	-
01/26	179.549	233.580	54.031	303.510	-	-	-	-
02/26	357.386	292.474	(64.912)	404.678	-	-	-	-
03/26	228.590	253.468	24.878	247.675	-	-	-	-
04/26	287.318	373.556	86.237	308.621	-	-	-	-
05/26	301.968	323.994	22.025	323.807	-	-	-	-
06/26	205.337	174.300	(31.037)	235.437	-	-	-	-

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

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

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

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Nguyễn Hoàng Tuấn Minh

Chuyên gia Kinh tế Vĩ mô

nhtminh@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

Kinh tế Trưởng

dklinh@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>