

BÁO CÁO TRÁI PHIẾU

MẶT BẰNG LÃI SUẤT TIẾP TỤC TĂNG NHẸ

10.2025

The
Hallmark



TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

SƠ CẤP: GIÁ TRỊ ĐẦU THẦU TĂNG MẠNH - TRƯNG THẦU GIẢM MẠNH

Khả năng hấp thụ trên thị trường trái phiếu chính phủ sơ cấp đang có dấu hiệu suy yếu — phần lớn do nhu cầu dành cho tín dụng của hệ thống ngân hàng tăng mạnh, làm co hẹp nguồn cầu mua TPCP. Vì vậy, mặt bằng lãi suất thị trường trái phiếu Chính Phủ nhiều khả năng sẽ phải tiếp tục đi lên hoặc giữ ở mức cao đủ hấp dẫn cho tới khi cầu trên thị trường sơ cấp được cải thiện hoặc áp lực phát hành giảm bớt.

THỨ CẤP: ĐANG Ở GIAI ĐOẠN “THANH KHOẢN GIẢM NHẸ”

Tâm lý giao dịch thận trọng: giá trị giao dịch outright giảm (-18.9% so với tháng trước) trong khi giao dịch repo tăng 1.4%.

Lợi suất giảm ở các kỳ hạn chủ đạo tại thị trường outright nhưng tăng nhẹ ở thị trường repo — cho thấy sự hấp dẫn tại thị trường outright vẫn ở mức tương đối.

Một yếu tố đáng chú ý là khối ngoại bán ròng khoảng 676 tỷ đồng trong tháng, làm giảm bớt lực cầu bổ sung từ nhà đầu tư nước ngoài.

TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

SƠ CẤP: GHI NHẬN GIÁ TRỊ TIẾP TỤC GHI NHẬN SUY YẾU

Cấu trúc và diễn biến cung: Lũy kế 9 tháng, giá trị phát hành tăng 27% so với cùng kỳ. Các ngân hàng thương mại xuất hiện nhiều trong danh sách phát hành (ví dụ MBB, ACB, TPB, BID, HDB, v.v.) cùng với một số doanh nghiệp bất động sản và công nghiệp, phản ánh xu hướng huy động vốn nội bộ của hệ thống ngân hàng và tập trung nguồn cung vào các nhà phát hành lớn. Trong ngắn hạn, sơ cấp sẽ tiếp tục phân hoá — nhà phát hành lớn và uy tín huy động được với chi phí hợp lý, trong khi những nhóm rủi ro cao sẽ phải chấp nhận lãi suất cao hơn hoặc trì hoãn phát hành.

THỨ CẤP: THANH KHOẢN DUY TRÌ — LỢI SUẤT TĂNG NHẸ

Thị trường thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tháng 9/2025 cho thấy thanh khoản đã cải thiện trên nền tảng khối lượng giao dịch lớn nhưng đồng thời chứa đựng nhiều tín hiệu căng thẳng cấu trúc. Tổng giá trị giao dịch TPDN riêng lẻ tại HNX tăng 45% so với tháng trước — nhưng xu hướng này diễn ra đồng thời với mức phát hành sơ cấp giảm mạnh, phản ánh sự dịch chuyển của hoạt động giao dịch sang thứ cấp và các giao dịch mua lại trước hạn lớn. Điều này cho thấy nhà đầu tư đang tận dụng thị trường thứ cấp để tái cơ cấu danh mục và thanh khoản được tạo ra chủ yếu từ giao dịch giữa các tổ chức hơn là dòng tiền mới vào thị trường.

MUA LẠI VÀ ĐÁO HẠN: ÁP LỰC ĐÁO HẠN TRONG NĂM ĐỔN VỀ CUỐI NĂM

Áp lực đáo hạn hiện là rủi ro cấp thiết nhất đối với chuỗi tài trợ của nhiều doanh nghiệp, đặc biệt ở nhóm bất động sản. Trong 3 tháng tới có khoảng 48,080 tỷ đồng TPDN đến hạn, trong đó ~18,331 tỷ đồng thuộc nhóm bất động sản — đồng nghĩa với lượng tái tài trợ lớn ngay trước mắt cho một ngành vốn đã chịu chi phí huy động cao và rủi ro tín dụng nổi bật. Đồng thời, hoạt động mua lại trước hạn trong tháng 9 lên tới ~19,509 tỷ đồng, cho thấy nhiều doanh nghiệp đang dùng nguồn lực tự có hoặc tái cấu trúc nợ để hạ bớt gánh nặng ngắn hạn; nhưng đây chỉ là giải pháp cục bộ và có thể gây căng thẳng thanh khoản nếu diễn ra rộng. Các sự kiện chậm/không trả (báo cáo ghi nhận các mã chậm trả, dù giá trị tương đối nhỏ so tổng dư nợ) đã làm tăng sự thận trọng của nhà đầu tư — dẫn đến spread chào bán sơ cấp cao hơn và thanh khoản thứ cấp phân hóa mạnh. Tóm lại, mô hình đáo hạn tập trung (đặc biệt nhiều ở BĐS) cộng với chi phí huy động tăng và nguồn cầu bị bó hẹp tạo nên một vòng xoáy: đáo hạn lớn – cần tái tài trợ → chi phí tăng/khó huy động → tăng rủi ro chậm trả/tái cấu trúc.



NỘI DUNG CHI TIẾT

A. TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

1. Thị trường sơ cấp
2. Thị trường thứ cấp

B. TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

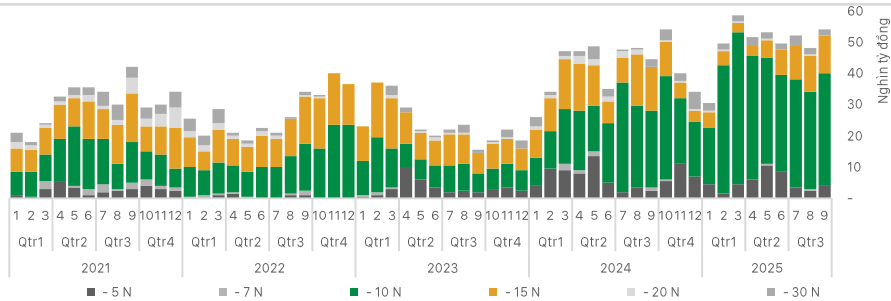
1. Thị trường sơ cấp
2. Thị trường thứ cấp
3. Mua bán trước hạn và đáo hạn
4. Phụ lục



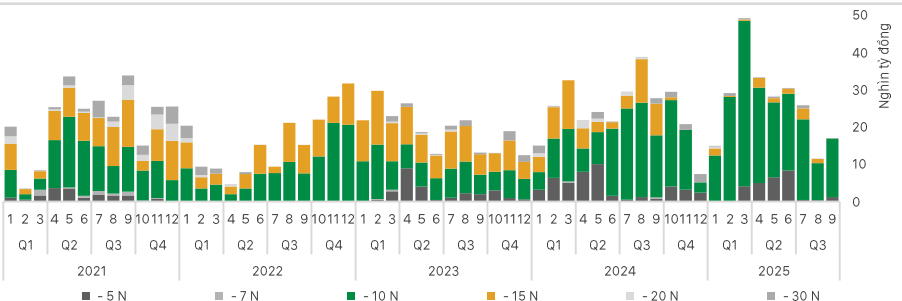
TRÁI PHIẾU CHÍNH PHỦ

- Nhằm phục vụ mục tiêu đề ra cho cả năm (giá trị trúng thầu các tháng trước giảm mạnh) đã tiếp tục thúc đẩy giá trị đầu thầu duy trì mức tăng. Mặt bằng lãi suất tăng nhẹ nhằm thu hút dòng tiền hấp thụ.
- Khả năng hấp thụ trên thị trường trái phiếu chính phủ sơ cấp đang có dấu hiệu suy yếu — phần lớn do nhu cầu dành cho tín dụng của hệ thống ngân hàng tăng mạnh, làm co hẹp nguồn cầu mua TPCP. Vì vậy, mặt bằng lãi suất thị trường trái phiếu Chính Phủ nhiều khả năng sẽ phải tiếp tục đi lên hoặc giữ ở mức cao đủ hấp dẫn cho tới khi cầu trên thị trường sơ cấp được cải thiện hoặc áp lực phát hành giảm bớt.

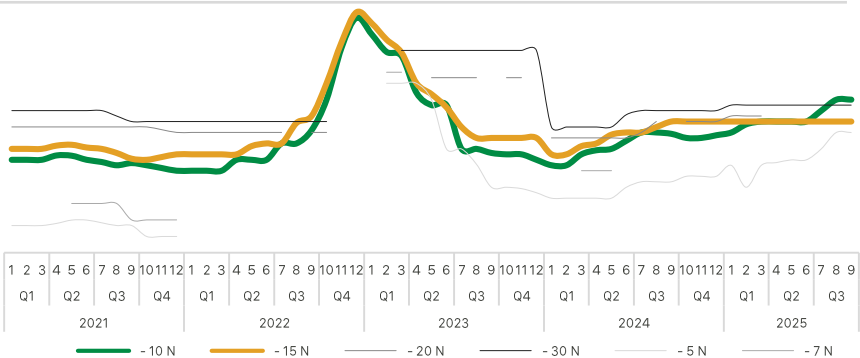
Giá trị đầu thầu tiếp tục duy trì tăng — hướng đến mục tiêu đề ra



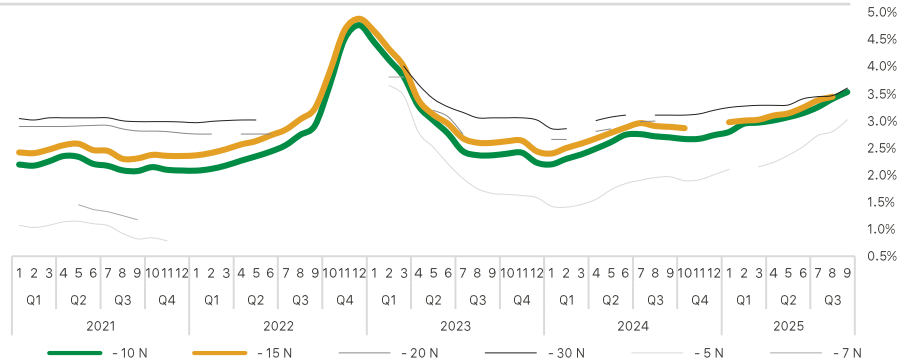
Giá trị trúng thầu tiếp tục ghi nhận giảm mạnh.



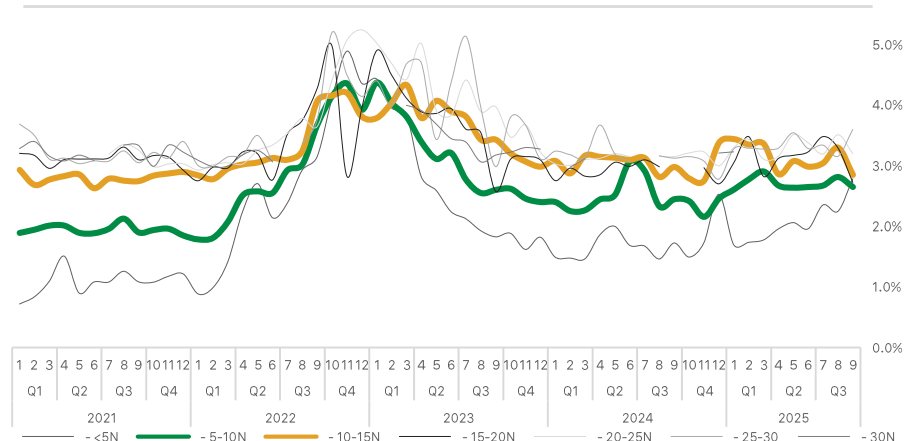
Lãi suất đầu thầu ghi nhận gia tăng nhưng đi ngang trong tháng 9



Lãi suất trúng thầu tiếp tục xu hướng tăng



- Thị trường giao dịch thứ cấp Repo giảm nhẹ nhưng duy trì mức lợi suất.**

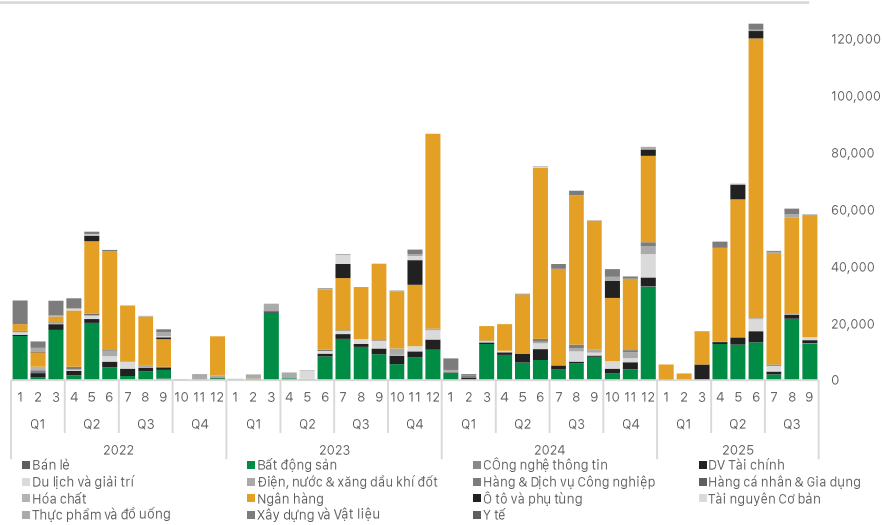




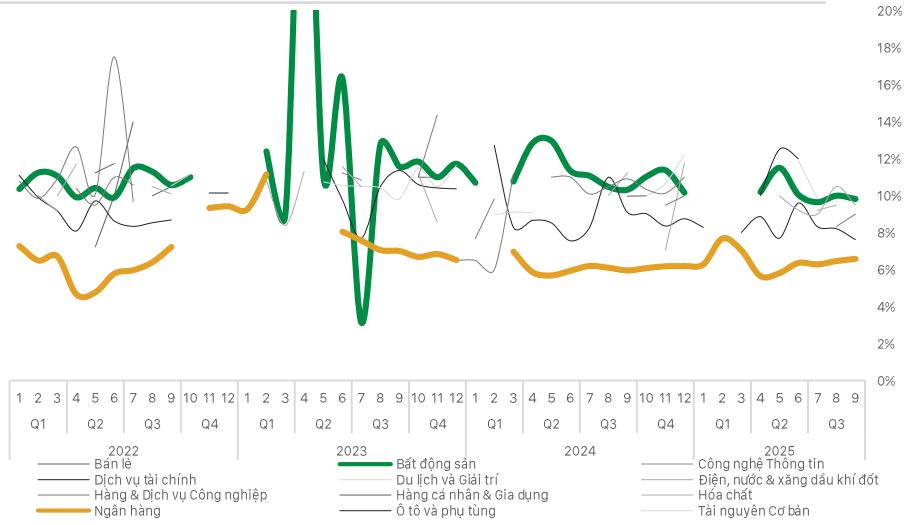
TRÁI PHIẾU DOANH NGHIỆP

- Cấu trúc và diễn biến cung: Lũy kế 9 tháng, giá trị phát hành tăng 27% so với cùng kỳ. Các ngân hàng thương mại xuất hiện nhiều trong danh sách phát hành (ví dụ MBB, ACB, TPB, BID, HDB, v.v.) cùng với một số doanh nghiệp bất động sản và công nghiệp, phản ánh xu hướng huy động vốn nội bộ của hệ thống ngân hàng và tập trung nguồn cung vào các nhà phát hành lớn. Trong ngắn hạn, sơ cấp sẽ tiếp tục phân hoá — nhà phát hành lớn và uy tín huy động được với chi phí hợp lý, trong khi những nhóm rủi ro cao sẽ phải chấp nhận lãi suất cao hơn hoặc trì hoãn phát hành.
- Áp lực chính đẩy/khóa nguồn trên thị trường sơ cấp hiện đến từ ba yếu tố: (1) tăng trưởng tín dụng cao khiến các ngân hàng vừa là người vay lớn vừa tích cực huy động qua phát hành trái phiếu để bổ sung vốn và cân đối nguồn, làm giảm lượng TPDN “dễ hấp thụ” cho nhà đầu tư khác; (2) lo ngại về rủi ro tín dụng và các vụ chậm trả còn xuất hiện đã khiến nhà đầu tư thận trọng — thúc đẩy yêu cầu lợi suất cao hơn và làm một số phát hành phải điều chỉnh cấu trúc hoặc lùi lại; (3) khung pháp lý và giám sát được siết chặt hơn (ví dụ các văn bản hướng tới nâng cao trách nhiệm hồ sơ, chất lượng phát hành và giới hạn tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu đã có hiệu lực/đang được hoàn thiện), làm tăng chi phí tuân thủ nhưng đồng thời góp phần cải thiện chất lượng thị trường về trung hạn. Kết quả là, trong ngắn hạn thị trường sơ cấp có thể tiếp tục phân mảnh: ngân hàng và nhà phát hành lớn có thể vẫn huy động được qua kênh riêng lẻ, còn những doanh nghiệp nhỏ/khả năng tín nhiệm thấp sẽ gặp khó khăn tiếp cận vốn thị trường; đồng thời nhà đầu tư nên kỳ vọng mức giá phát hành (lợi suất) cao hơn cho các kỳ hạn/rủi ro tương ứng cho tới khi niềm tin và thanh khoản được cải thiện hoặc chính sách điều tiết nguồn cung được điều chỉnh. Các chỉ báo cần theo dõi chặt là khối lượng và tỷ lệ thành công các đợt phát hành sơ cấp theo từng nhóm ngành, tỷ lệ chậm/trì hoãn trả, và các thay đổi hướng dẫn từ UBCK/NHNN.

Sau khi tăng mạnh trong tháng 6, giá thị phát hành mới đã ghi nhận suy giảm và đi ngang.

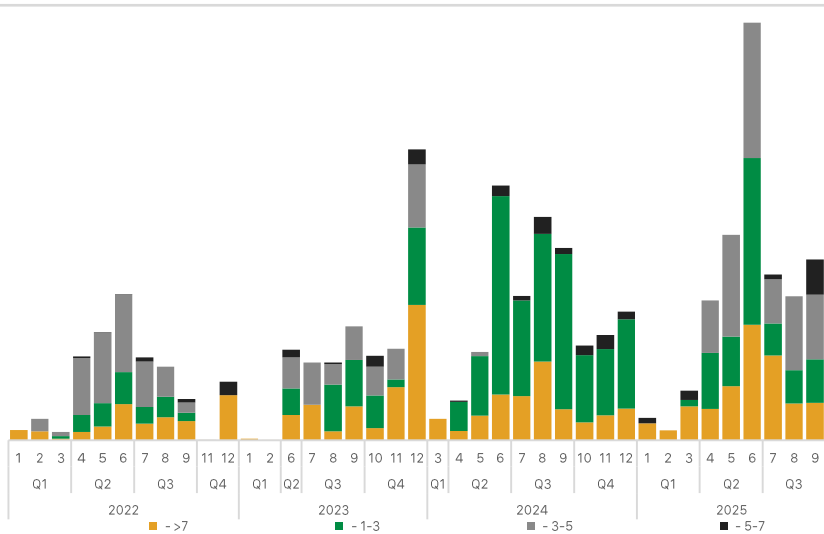


Mặt bằng lãi suất coupon trung bình ghi nhận không biến động ở 2 ngành chủ lực

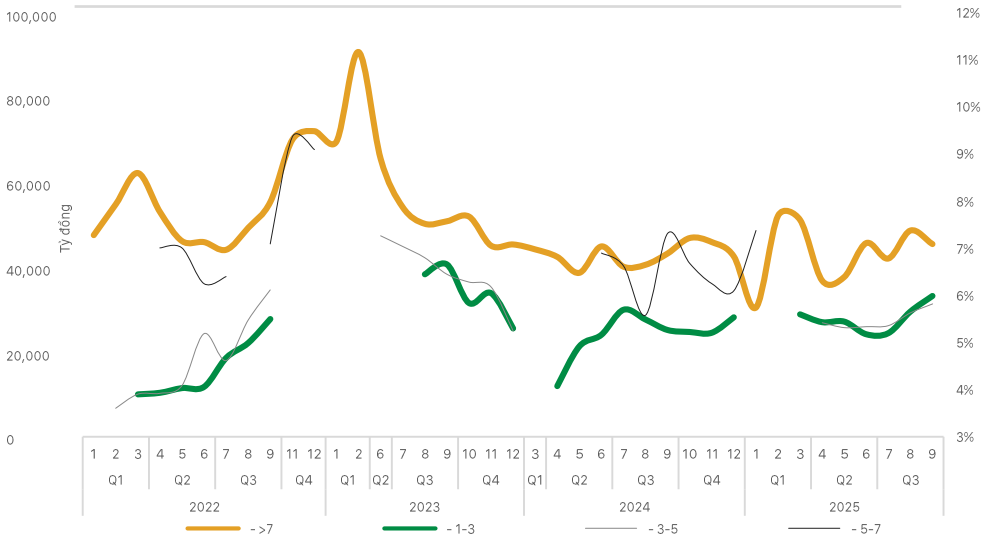


- Ngành ngân hàng tiếp tục chiếm ưu thế áp đảo trên thị trường TPDN sơ cấp trong 9T2025. Trong tháng 9/2025, hầu hết các đợt phát hành của ngân hàng đều là phát hành riêng lẻ với quy mô lớn (ví dụ: MBB nhiều mã 3,000 tỷ; ACB 3,000 tỷ; LPB, VIB, BID, HDB, TPB đều có các mã phát hành trong tháng), kỳ hạn tập trung ở nhóm ngắn-vừa (2–10 năm) nhưng cũng có các mã dài 8–15 năm; cơ chế lãi suất phổ biến gồm lãi suất cố định ở mức ~5.6–6.3%/năm cho nhiều mã ngắn hạn và các cấu trúc liên kết lãi suất thả nổi theo bình quân lãi suất 12T cộng spread (ví dụ LSTK 12T + 2.6–2.8 đpt) cho các mã dài hơn — cho thấy ngân hàng huy động vừa để bổ sung vốn vừa tối ưu chi phí theo kỳ hạn và điều kiện thị trường.
- Sự thống trị nguồn cung từ ngân hàng làm hai hệ quả nổi bật trên sơ cấp: (1) cạnh tranh vốn giữa ngân hàng và các nhà phát hành khác tăng, khiến kênh phát hành đại chúng và của doanh nghiệp nhỏ khó tiếp cận nhà đầu tư hơn và (2) áp lực huy động liên tục từ nhóm này có thể kéo lợi suất phát hành lên khi nhà đầu tư yêu cầu premium lớn hơn — điều này được củng cố bởi môi trường thanh khoản và lãi suất liên ngân hàng có xu hướng tăng trong tháng 9 (áp lực tăng lãi ON và 1W) và diễn biến lợi suất TPCP/TPDN thứ cấp tăng ở nhiều kỳ hạn. Ngoài ra, áp lực chu kỳ đáo hạn và mua lại làm gia tăng nhu cầu tái tài trợ — yếu tố dễ tạo căng thẳng thanh khoản trong trường hợp điều kiện thị trường xấu đi. Hệ quả là: các ngân hàng có hồ sơ tín nhiệm tốt vẫn dễ huy động với chi phí tương đối cạnh tranh, còn các ngân hàng nhỏ hơn hoặc phát hành khoản với điều kiện kém minh bạch sẽ phải trả lãi suất cao hơn hoặc lùi đợt phát hành; nhà đầu tư và điều hành thị trường nên theo dõi chặt khối lượng phát hành theo từng ngân hàng, mức spread so với lãi tiền gửi/baseline, và các điều khoản mua lại/đáo hạn để đánh giá rủi ro thanh khoản và tín dụng ngắn hạn.

Giá trị phát hành ghi nhận giảm mạnh sau đợt tăng mạnh trong tháng 6

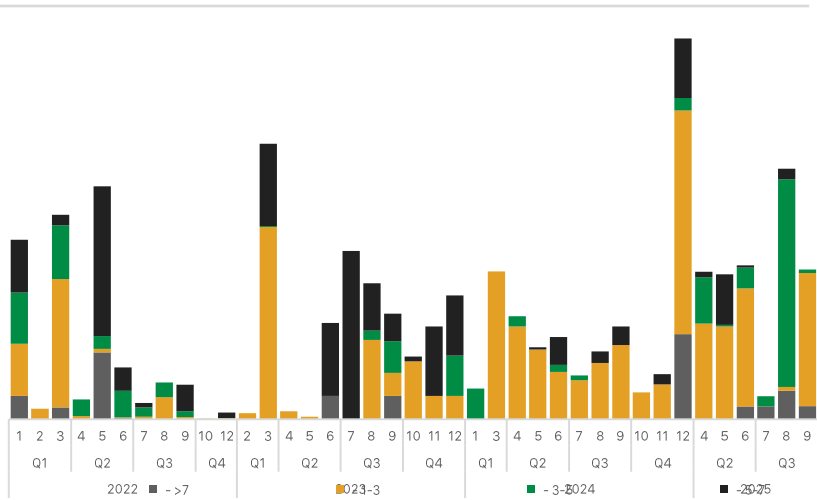


Mức lãi suất coupon ghi nhận tăng ở kỳ hạn ngắn



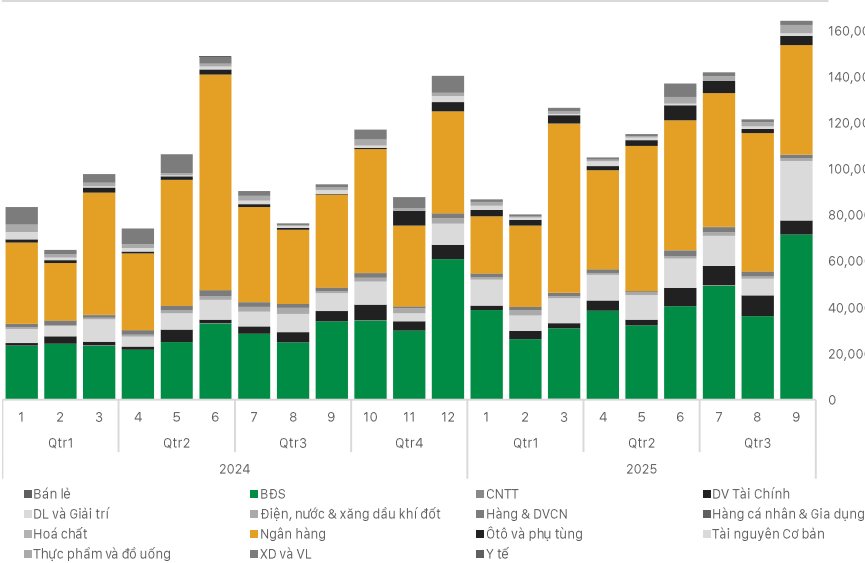
- Ngành bất động sản vẫn là một trong những nhóm phát hành chủ chốt trên sơ cấp TPDN nhưng thể hiện tính phân mảnh và chi phí huy động cao hơn so với các nhóm khác. Tháng 9/2025 ghi nhận nhiều đợt phát hành riêng lẻ bất động sản với lãi suất chào phát ở mức tương đối cao — ví dụ TRƯỜNG MINH phát hành 2,500 tỷ đồng kỳ hạn 1 năm lãi ~8.95% và CTCP Phát triển Nhà Bà Rịa – Vũng Tàu (HDC) có mã 300 tỷ với cấu trúc lãi ban đầu 10.5%/năm; đồng thời có mã 610 tỷ của Thành Vinh niêm yết lãi ~9.2% cho kỳ hạn 8 năm — phản ánh rõ phân khúc bất động sản phải trả premium so với lãi suất trung bình thị trường để hấp thụ nguồn vốn. Cùng lúc, xu hướng phát hành riêng lẻ tiếp tục chiếm ưu thế (26 đợt riêng lẻ trong tháng so với 1 đợt phát hành ra công chúng), làm tăng tính “kín” của nguồn cung và khiến khả năng tiếp cận của nhà đầu tư đại chúng hạn chế hơn.
- Tập trung đáo hạn lớn cộng với mức lãi suất phát hành cao cho thấy rủi ro nổi bật: rủi ro tín dụng gia tăng — báo cáo ghi nhận 5 mã chậm trả (tổng 150 tỷ đồng) và nhiều mã BĐS phát hành với lãi suất cao thể hiện nhà đầu tư yêu cầu bù rủi ro lớn hơn. Thanh khoản thứ cấp TPDN tuy cải thiện (GD TPDN tại HNX tháng 9 đạt 150,766 tỷ đồng) nhưng phân bổ vẫn thiên về các mã có tín nhiệm tốt; những trái phiếu BĐS kém minh bạch hoặc không có TSBĐ sẽ gặp khó khăn hơn trong sơ cấp. Kết luận: trong ngắn hạn, ngành bất động sản trên sơ cấp sẽ tiếp tục phân hoá — chủ đầu tư lớn, có tài sản đảm bảo và lịch sử trả nợ rõ ràng sẽ huy động được với chi phí hợp lý hơn; ngược lại, các dự án nhỏ/nhà phát hành yếu phải chịu spread cao hoặc trì hoãn phát hành. Nhà đầu tư và cơ quan quản lý nên theo dõi chặt: khối lượng đáo hạn theo ngành, tần suất/mức độ chậm trả, tỷ lệ phát hành riêng lẻ so với công chúng và vùng lãi suất chào phát để đánh giá điểm căng thẳng thanh khoản tiếp theo.

Giá trị phát hành BĐS suy giảm trở lại

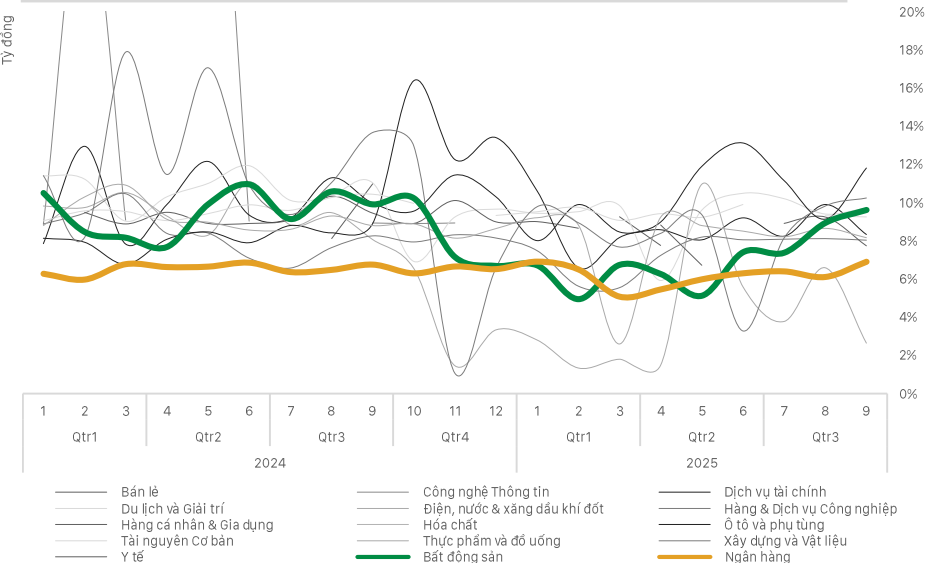


- Thị trường thứ cấp trái phiếu doanh nghiệp (TPDN) tháng 9/2025 cho thấy thanh khoản đã cải thiện trên nền tảng khối lượng giao dịch lớn nhưng đồng thời chứa đựng nhiều tín hiệu căng thẳng cấu trúc. Tổng giá trị giao dịch TPDN riêng lẻ tại HNX tăng 45% so với tháng trước — nhưng xu hướng này diễn ra đồng thời với mức phát hành sơ cấp giảm mạnh, phản ánh sự dịch chuyển của hoạt động giao dịch sang thứ cấp và các giao dịch mua lại trước hạn lớn. Điều này cho thấy nhà đầu tư đang tận dụng thị trường thứ cấp để tái cơ cấu danh mục và thanh khoản được tạo ra chủ yếu từ giao dịch giữa các tổ chức hơn là dòng tiền mới vào thị trường.
- Vấn đề chất lượng tín dụng và rủi ro định giá đang làm tăng sự phân hóa trên thị trường thứ cấp: một bên là các trái phiếu của ngân hàng lớn, doanh nghiệp có TSĐB và lịch sử minh bạch được giao dịch sôi động với spread hợp lý; bên kia là trái phiếu BĐS/nhà phát hành nhỏ hơn bị chiết khấu sâu hoặc giao dịch ẻo lợt do nhà đầu tư đòi bù rủi ro. Hệ quả thực tế là lợi suất thứ cấp biến động, các mã rủi ro cao phải tăng lãi suất chào bán để thu hút người mua, còn nhà đầu tư tổ chức ngắn hạn sẽ ưu tiên các mã có tính thanh khoản cao. Nên theo dõi chặt: (1) khối lượng giao dịch thứ cấp theo kỳ hạn và theo mã, (2) khối lượng mua lại/đáo hạn thực tế trong từng quý, (3) tỷ lệ chậm/không trả, và (4) động thái dòng tiền khối ngoại — các chỉ báo này sẽ quyết định mức độ duy trì hay gia tăng phân mảnh và áp lực rủi ro trên thị trường thứ cấp.

Giá trị giao dịch thứ cấp giảm nhẹ nhưng vẫn ghi nhận giá trị giao dịch ở mức cao

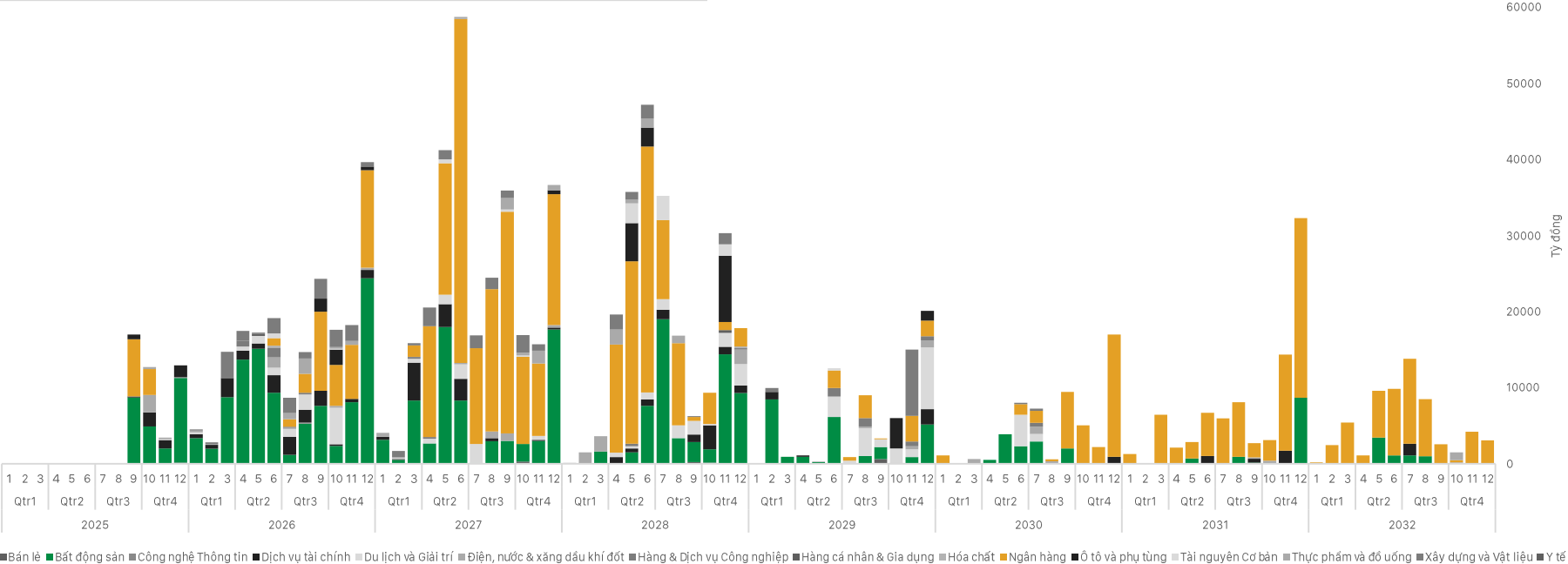


Lợi suất ngành bất động sản ghi nhận xu hướng tăng trở lại trong khi ngân hàng giảm nhẹ



- Áp lực đáo hạn hiện là rủi ro cấp thiết nhất đối với chuỗi tài trợ của nhiều doanh nghiệp, đặc biệt ở nhóm bất động sản. Trong 3 tháng tới có khoảng 48,080 tỷ đồng TPDN đến hạn, trong đó ≈18,331 tỷ đồng thuộc nhóm bất động sản — đồng nghĩa với lượng tái tài trợ lớn ngay trước mắt cho một ngành vốn đã chịu chi phí huy động cao và rủi ro tín dụng nổi bật. Đồng thời, hoạt động mua lại trước hạn trong tháng 9 lên tới ~19,509 tỷ đồng, cho thấy nhiều doanh nghiệp đang dùng nguồn lực có hoặc tái cấu trúc nợ để hạ bớt gánh nặng ngắn hạn; nhưng đây chỉ là giải pháp cục bộ và có thể gây căng thẳng thanh khoản nếu diễn ra rộng. Các sự kiện chậm/không trả (báo cáo ghi nhận các mã chậm trả, dù giá trị tương đối nhỏ so tổng dư nợ) đã làm tăng sự thận trọng của nhà đầu tư — dẫn đến spread chào bán sơ cấp cao hơn và thanh khoản thứ cấp phân hóa mạnh. Tóm lại, mô hình đáo hạn tập trung (đặc biệt nhiều ở BĐS) cộng với chi phí huy động tăng và nguồn cầu bị bó hẹp tạo nên một vòng xoáy: đáo hạn lớn – cần tái tài trợ – chi phí tăng/khó huy động → tăng rủi ro chậm trả/tái cấu trúc.

Áp lực đáo hạn trong năm 2025 giảm dần



Top giao dịch trong tháng 9/2025

TCPH	GTGD	Mã TP	GTPH
Vinhomes	45.895.313.812.430	VHM12501	29.557.078.303.449
Vietjet Air	13.848.607.778.851	VHM12502	15.098.533.757.344
HDBank	9.080.162.662.841	ATL12501	3.181.450.051.611
Mặt Trời Hạ Long	5.869.624.747.920	TPB12447	3.129.697.570.000
ACB	5.695.088.520.150	SHL12503	2.725.720.369.920
ĐT và PT Du lịch Phú Quốc	5.532.850.492.433	VIF12502	2.703.199.663.760
VinGroup	5.499.459.952.258	ACB12324	2.632.161.455.000
MBBank	4.894.400.785.721	HDB125011	2.631.942.987.171
SX và Kinh doanh Vinfast	3.925.069.654.897	VJC12406	2.357.076.087.070
VIBBank	3.418.125.314.130	VJC12407	2.241.603.103.303

Top giao dịch trong 9T/2025

TCPH	GTGD
HDBank	86.253.796.607.764
Vinhomes	74.682.328.584.019
ACB	68.678.054.805.050
Ngân hàng Phương Đông	43.266.274.542.900
Vietjet Air	40.217.142.895.214
TMại và Đầu tư Việt Đức	35.122.776.577.493
VinGroup	33.584.103.913.807
VIBBank	33.569.010.539.994
SX và Kinh doanh Vinfast	27.940.805.166.936
Techcombank	22.954.385.843.085

Doanh sách trái phiếu sắp phát hành

Thời gian	Mã TP	TCPH	GTPH	Kỳ hạn(Năm)
11/30/2025	BVB_TPCC_2024_2025_5	Ngân hàng Bản Việt - BVBank	700.000.000.000	8
11/30/2025	BCM_TPRL_2025	Becamex Group	2.500.000.000.000	3
12/31/2025	VTR_TPCĐ_RL2024	Du lịch Vietravel	500.000.000.000	3
12/31/2025	TCXCP02527005	Chứng khoán TCBS	1.000.000.000.000	2
12/31/2025	LPB7Y202403	LPBank	900.000.000.000	7
12/31/2025	ACB_TPRL_BOND2025_1	ACB	20.000.000.000.000	5
12/31/2025	MBB_TPRL_2025_20000	MBBank	20.000.000.000.000	2
12/31/2025	MBB_TPRL_25.02	MBBank	6.000.000.000.000	5
12/31/2025	MBB_TPRL_25.01	MBBank	4.000.000.000.000	5
12/31/2025	BID_TPRL_2025	BIDV	23.000.000.000.000	5
12/31/2025	ACB_TPRL_2025_2	ACB	20.000.000.000.000	5
12/31/2025	VPB_TPQT_2025	VPBank		5
12/31/2025	LPB10Y202404	LPBank	100.000.000.000	10
12/31/2025	EIB_TPRL_2025	Eximbank	10.000.000.000.000	5
12/31/2025	VAB_TPCC_2025_3	Ngân hàng Việt Á	400.000.000.000	7
12/31/2025	HDC425001	Phát triển Nhà BR-VT	499.999.900.000	2
01/09/2026	MNB_TPCD_2025	May Nhà Bè	180.000.000.000	
02/28/2026	BVB_TPCC_2024_2025_6	Ngân hàng Bản Việt - BVBank	600.000.000.000	8
03/31/2026	BAF12502	Nông nghiệp BAF Việt Nam	1.000.000.000.000	3
06/30/2026	VNDL2527001	Chứng khoán VNDIRECT	1.000.000.000.000	2
06/30/2026	VNDL2528002	Chứng khoán VNDIRECT	1.000.000.000.000	3
06/30/2026	CTG2634T2/01	VietinBank	4.000.000.000.000	8
09/30/2026	CTG2634T2/02	VietinBank	4.000.000.000.000	8
12/31/2026	CTG2634T2/03	VietinBank	2.000.000.000.000	8



THANK YOU