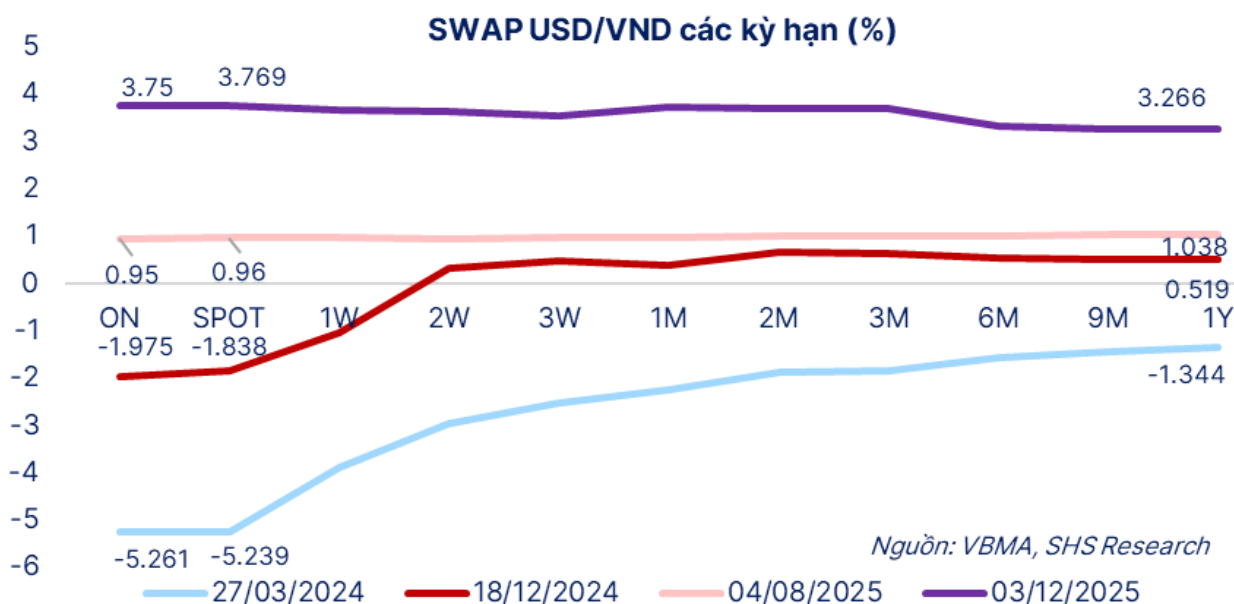
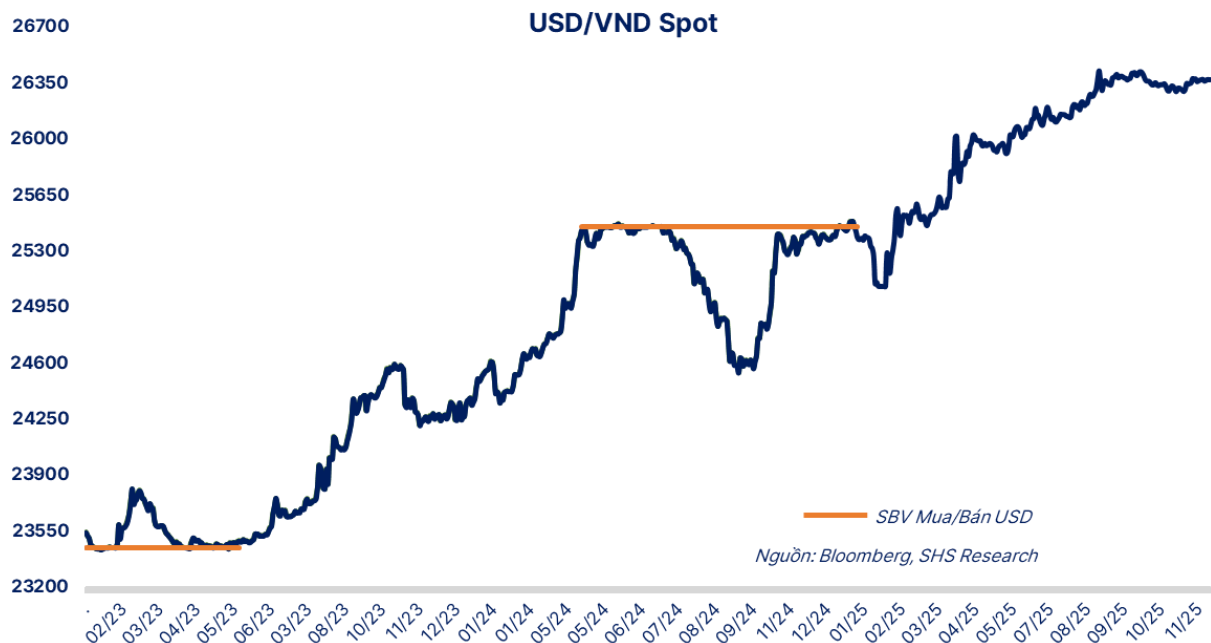


Báo cáo Thị trường tiền tệ

12/25



Tỷ Giá

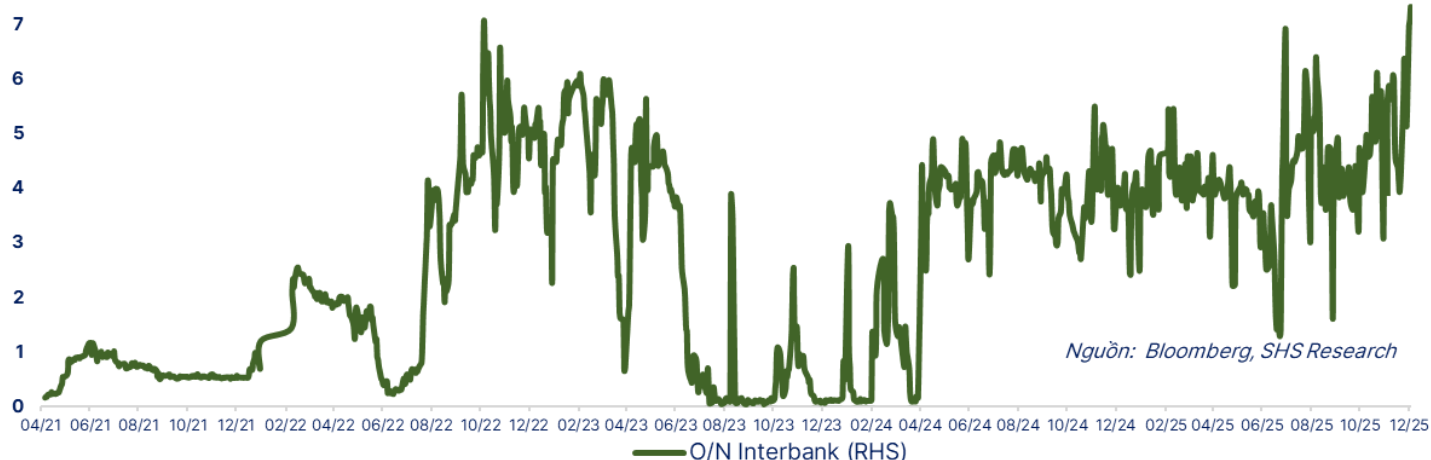


Nhận định:

- Các giao dịch lớn: trong tháng 11 Kho bạc Nhà nước mua USD hai đợt tổng cộng ~250 triệu.
- Trong khoảng hai tháng gần đây, USD/VND chủ yếu đi ngang trong bối cảnh bên ngoài vẫn khá căng. Một lý do quan trọng là chênh lệch SWAP USD/VND dương lớn trên hầu hết các kỳ hạn, nhờ đó tỷ giá được “ghìm” lại. Tuy vậy, đây mới chỉ là điều kiện cần để cầm chừng, vì về bản chất nó chỉ đối trọng thái nắm giữ giữa USD và VND trong hệ thống, chứ không làm xuất hiện thêm một dòng USD mới nào. Việc SWAP leo lên vùng quanh 3,7–3,8% vào đầu tháng 12 nguyên nhân chi tiết sẽ được phân tích kỹ hơn ở phần Thị trường liên ngân hàng.
- Ngày 4/12 mở thêm một kênh FX swap mới với hạn mức tối đa 500 triệu USD, kỳ hạn 14 ngày ở mức 23.945–23.955. Hiểu đơn giản là ngân hàng mang USD lên “đổi tạm” lấy VND trong 14 ngày, rồi đổi ngược lại với chi phí khoảng 1,1%/năm. Công cụ này giúp hạ nhiệt bớt căng thẳng VND và chi phí swap trên thị trường trong giai đoạn cao điểm cuối năm, đồng thời quy mô 500 triệu USD nhiều khả năng chỉ là bước thử phản ứng thị trường, nếu công cụ vận hành trơn tru, nhà điều hành hoàn toàn có thể mở rộng khối lượng hoặc lặp lại các phiên hoán đổi tương tự trong thời gian tới.

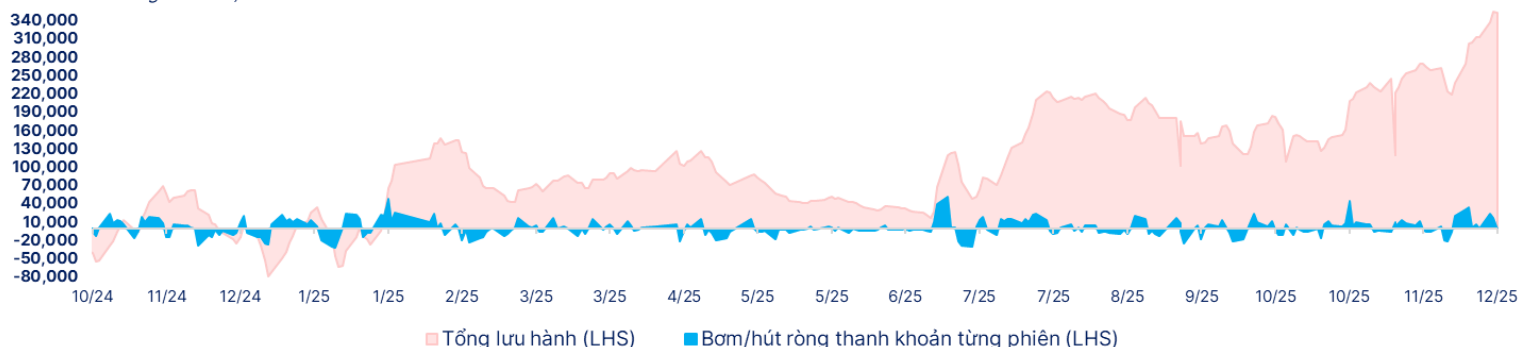
Thị Trường 2

O/N Interbank Rate (%)



OMO & SBV-Bill: Bơm/Hút ròng thanh khoản từng phiên + Tổng lưu hành (Tỷ Đồng)

Nguồn: Fiin, SHS Research

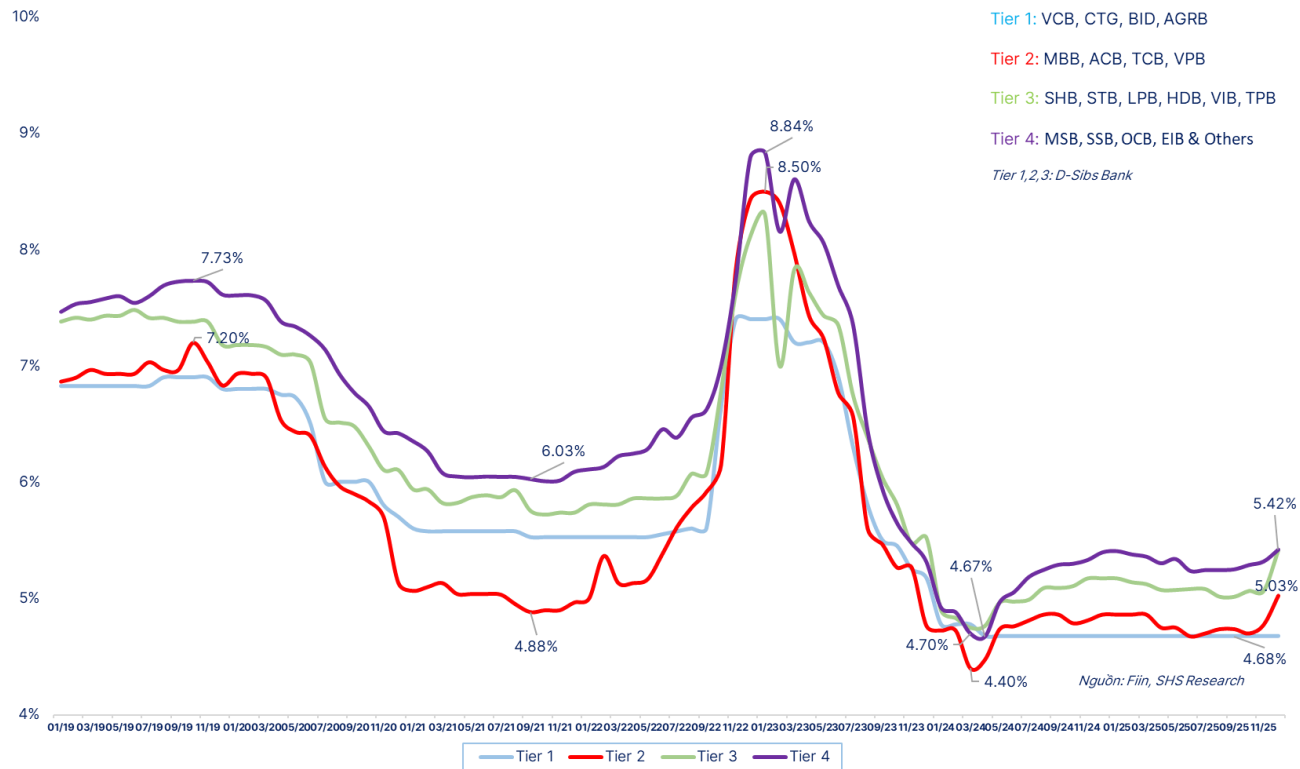


Nhận định:

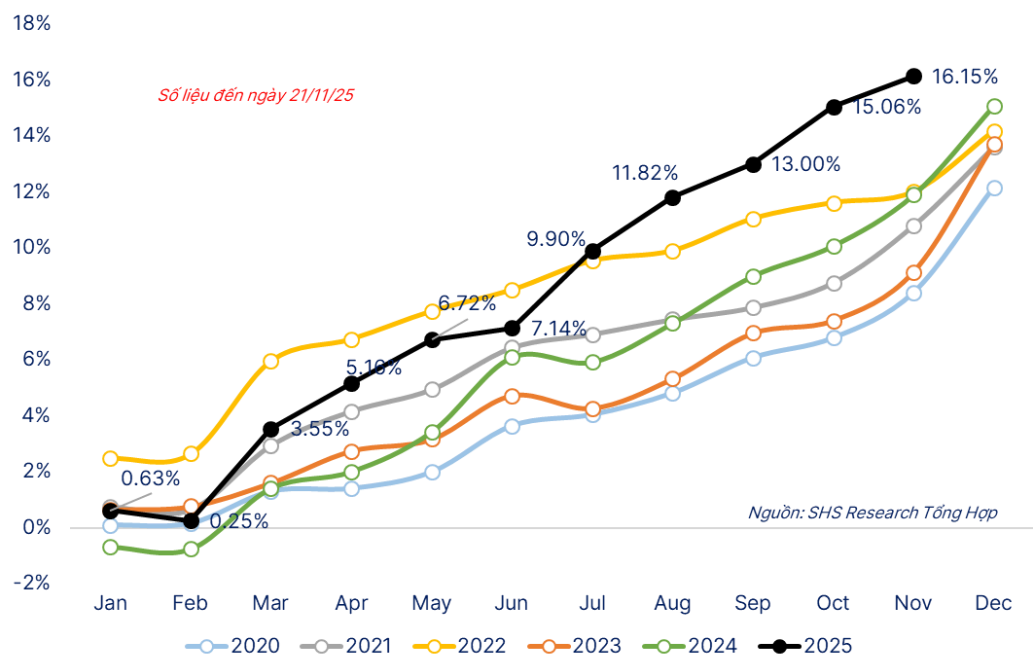
- Lãi suất O/N trên liên ngân hàng bật lên tới 7,35% trong ba phiên đầu tháng 12 rồi hạ về vùng 6% ngay từ ngày 4/12, trong khi lượng OMO đang lưu hành lại tăng liên tục và bơm ròng đã được duy trì từ cuối tháng 11 (Đồng thời lãi suất OMO tăng lên 4.5% cùng ngày).
- Tâm điểm diễn ra với tin đồn về một Ngân Hàng lớn trong hệ thống khi có tăng trưởng tín dụng cao tới cuối tháng 11 đầu tháng 12, lại bị ảnh hưởng bởi một khoản tiền gửi Kho bạc lớn đáo hạn trước đó, khiến các tỷ lệ thanh khoản cần phải cân đối trong ngắn hạn.
- Một bức tranh lớn hơn là hệ thống ngày càng phụ thuộc vào dòng tiền Kho bạc Nhà nước gửi tại các ngân hàng lớn: chỉ cần một sự dịch chuyển hoặc đáo hạn lớn là thanh khoản có thể xiết lại rất nhanh ở một vài điểm, dù tổng thể thanh khoản toàn hệ thống nhìn thì vẫn dồi dào, điều này đã được đề cập rất nhiều trong các báo cáo trước.

Thị Trường 1 & FI Bond

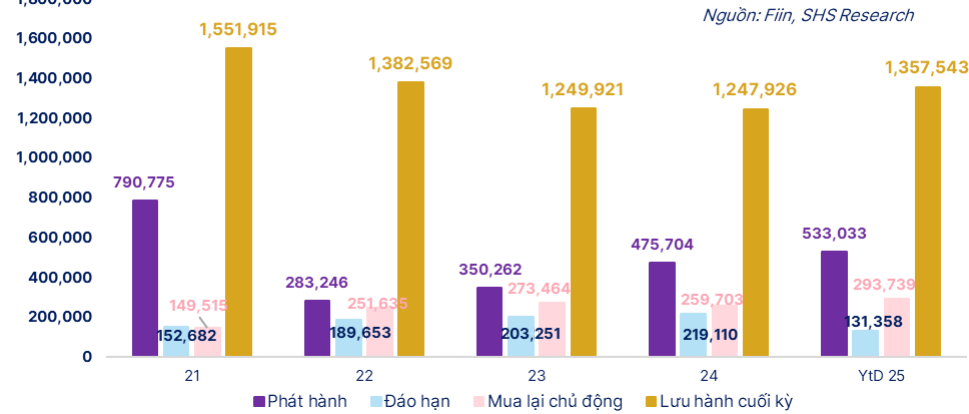
4 NHÓM NGÂN HÀNG & TRUNG BÌNH LÃI SUẤT HUY ĐỘNG (1y)



Tăng trưởng tín dụng YTD (2020-2025)



Giá trị trái phiếu lưu hành (Tỷ VND)

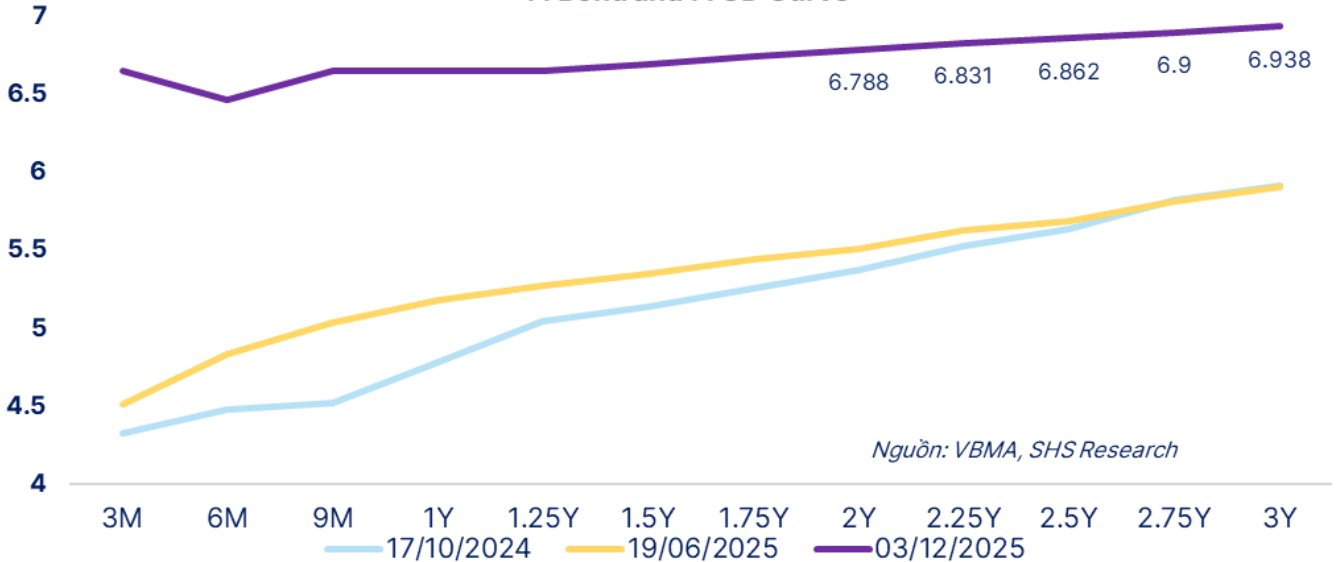


Thị Trường 1 & FI Bond

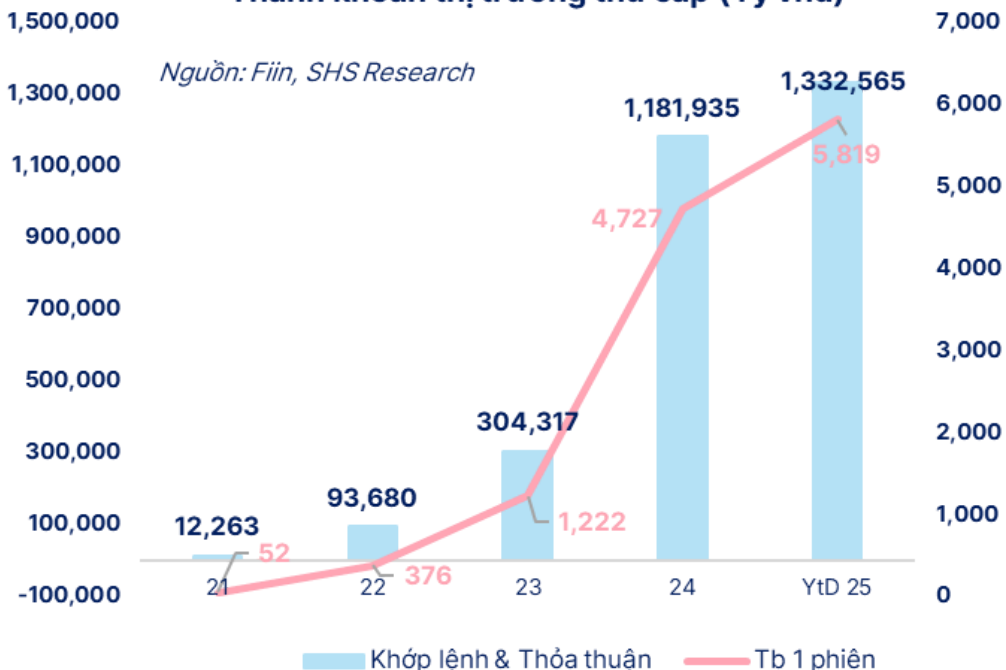
Nhận định:

- Sau khi duy trì vùng đáy huy động một thời gian dài những năm qua, mặt bằng lãi suất huy động đã nhích lên trở lại, rõ nhất là nhóm tier 3 và 4. Đây về bản chất là hệ quả của những cú căng thanh khoản cục bộ vừa qua: chỗ thừa rất thừa, chỗ thiếu rất thiếu, buộc từng ngân hàng phải cạnh tranh bằng cách tăng lãi suất, tạo ra cuộc đua giữa các nhà, dù thanh khoản hệ thống về tổng thể là không thiếu.
- Phía sâu bên trong, việc cơ cấu lại nợ những năm qua, duy trì các tài sản sinh lời yếu và kỳ hạn dài làm NIM giảm đi. Các ngân hàng phải tăng huy động kỳ hạn dài để vá bít lại lệch kỳ hạn giữa cho vay dài và huy động ngắn, chấp nhận trả lãi cao hơn để giữ an toàn thanh khoản.
- Một điểm cần theo dõi kỹ là đến cuối năm nay, quy định cho phép tính 20% tiền gửi Kho bạc Nhà nước tại nhóm Big4 được tính vào LDR sẽ hết hiệu lực. Nếu không được xem xét vấn đề này kịp thời, thị trường rất dễ xuất hiện trở lại nút thắt cổ chai từ các Bank lớn.
- Các đợt phát hành trái phiếu bằng ngoại tệ sẽ có thể là dòng chảy lớn trong năm 2026 tới đây khi chênh lệch lãi suất USD và VND đã dần thu hẹp lại.

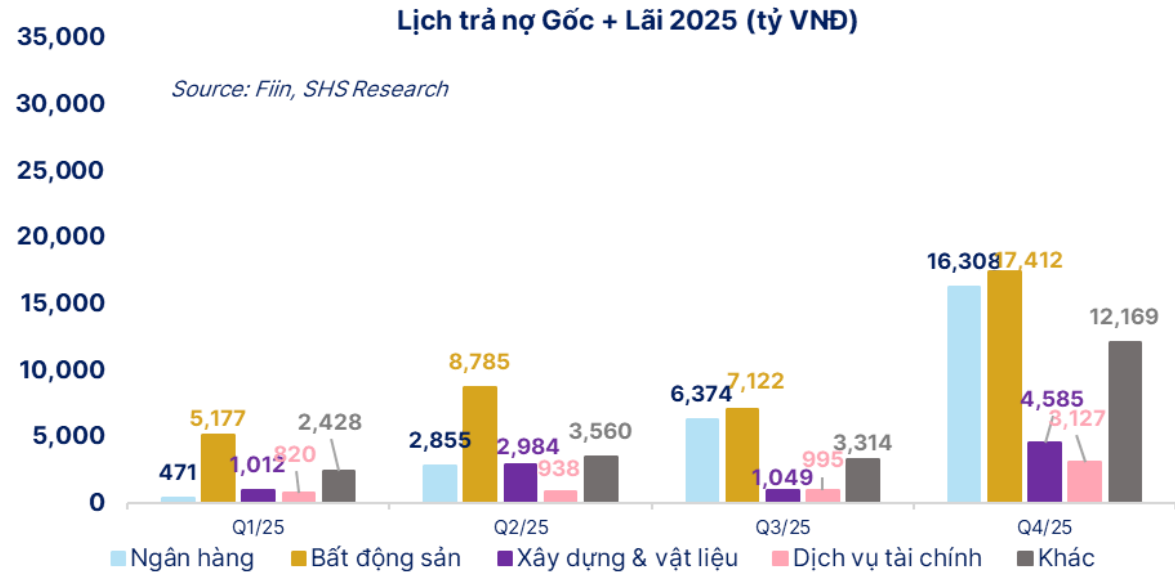
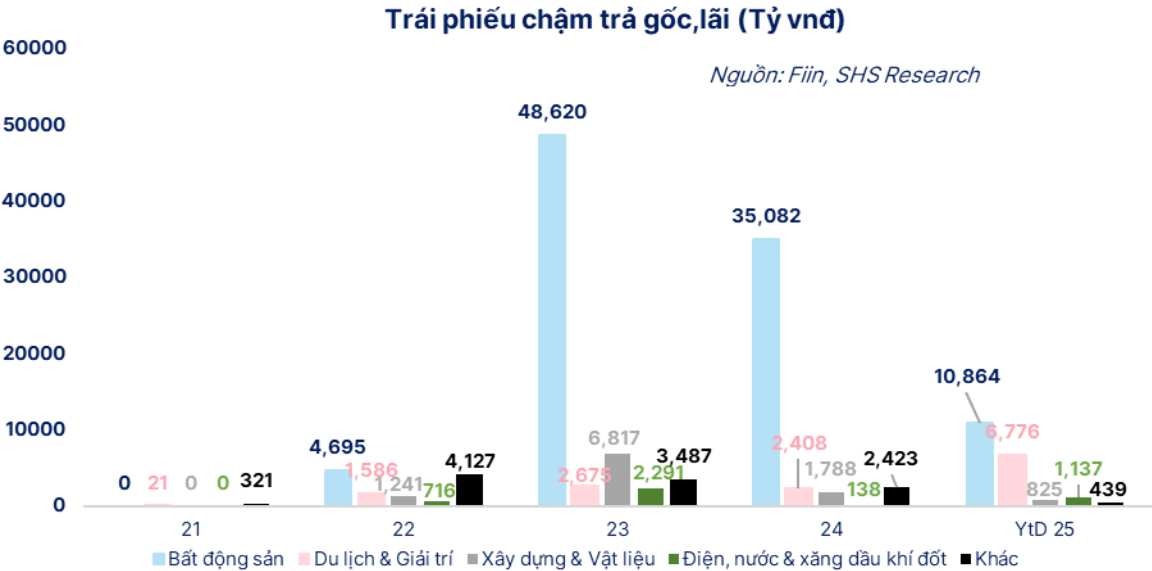
FI Bond and FI CD Curve



Thanh khoản thị trường thứ cấp (Tỷ vnd)



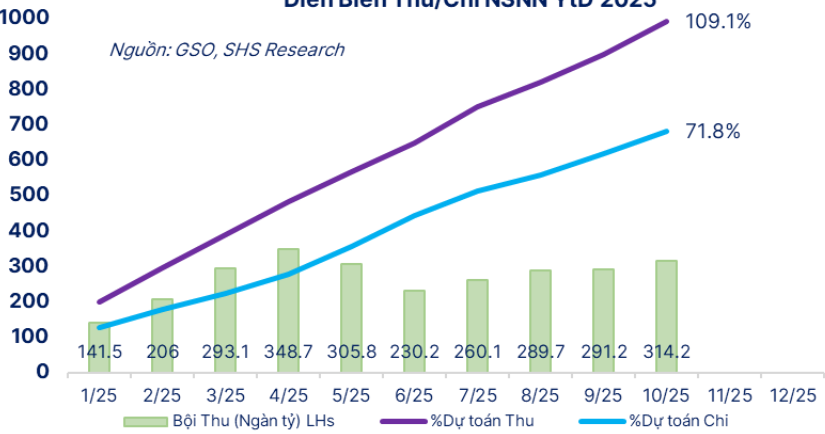
Thị Trường 1 & FI Bond



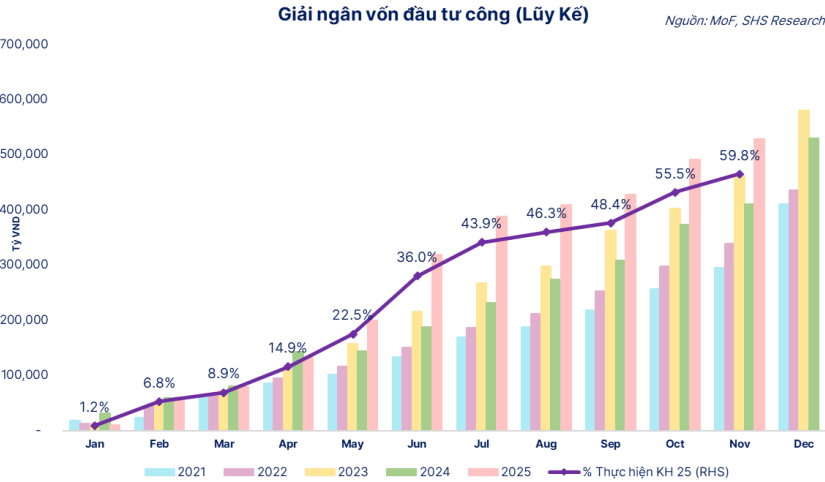
KẾ HOẠCH PHÁT HÀNH			Nguồn: Fiin, SHS Research	
Thời gian	Mã TP	TCPH	GTPH (tỷ VND)	Kỳ hạn (năm)
10/12/2025	VPB12515	VPBank	500	5
12/12/2025	TPVA8253203	Ngân hàng Việt Á	400.59	7
31/12/2025	VTR_TPCĐ_RL2024	Du lịch Vietravel	500	3
31/12/2025	TCXCPO2527006	Chứng khoán TCBS	1,000.00	2
31/12/2025	ACB_TPRL_BOND2025_1	ACB	20,000.00	5
31/12/2025	MBB_TPRL_2025_20000	MBBank	20,000.00	2
31/12/2025	MBB_TPRL_25.02	MBBank	6,000.00	5
31/12/2025	MBB_TPRL_25.01	MBBank	4,000.00	5
31/12/2025	BID_TPRL_2025	BIDV	23,000.00	5
31/12/2025	ACB_TPRL_2025_2	ACB	20,000.00	5
31/12/2025	VPB_TPQT_2025	VPBank	--	5
31/12/2025	EIB_TPRL_2025	Eximbank	10,000.00	5
31/12/2025	VIC_TPQT_2025_325	Vingroup	--	5
31/12/2025	BID_TPRL_QIV2025	BIDV	9,000.00	5
31/12/2025	BID_TPRL_QIV2025_2Y	BIDV	25,000.00	2
31/12/2025	VJC_TPRL_2025_5000	Vietjet Air	5,000.00	5
31/12/2025	HDB_TPQT2025_2	HDBank	--	--

G-Bond

Diễn Biến Thu/Chi NSNN YtD 2025



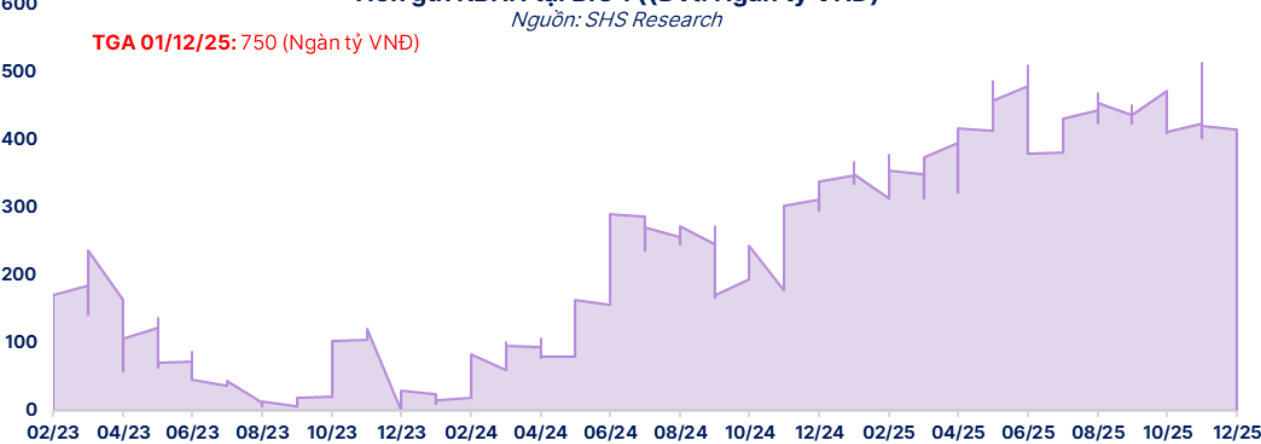
Giải ngân vốn đầu tư công (Lũy Kế)



Nhận định:

- Trên sơ cấp, bảo hiểm vẫn là người mua chủ lực, hấp thụ khoảng 70–75% lượng TPCP phát hành, nhưng ở mặt bằng lợi suất và kỳ hạn hiện tại thì “room” của khối này cũng gần đầy, khó tăng thêm đáng kể. Nếu Kho bạc đẩy mạnh phát hành vào cuối năm thì phần cung thêm gần như chỉ còn trông vào các ngân hàng, mà khi chỉ còn bank gánh thì chi phí vốn của chính họ lại bị đội lên. Vì vậy, hợp lý nhất là duy trì lợi suất không tăng shock, đóng vai trò “neo” cho mặt bằng phát hành năm 2026, hơn là cố hoàn thành kế hoạch phát hành bằng mọi giá trong những tuần cuối năm dù hiện tại mới chỉ đạt được 35% kế hoạch.
- Ở phía ngân sách, như đã nói, thu hết tháng 10 đã vượt 100% còn chi mới quanh 72%, kéo số dư TGA lên khoảng 750 nghìn tỷ và tiền gửi KBNN tại Big4 khoảng 400 nghìn tỷ. Việc đẩy mạnh chi đầu tư phát triển trong nửa sau tháng 12 sẽ giúp hai đầu thu – chi cân bằng hơn, đồng thời là lúc vai trò của tín dụng ngân hàng thể hiện rõ hơn: vốn ngân sách và vốn tín dụng cùng lúc chảy ra nền kinh tế, giảm bớt áp lực phải dùng kênh TPCP như “van chính” cho việc huy động vốn của khu vực công.

Tiền gửi KBNN tại BIG4 (Đvt: Ngàn tỷ VNĐ)

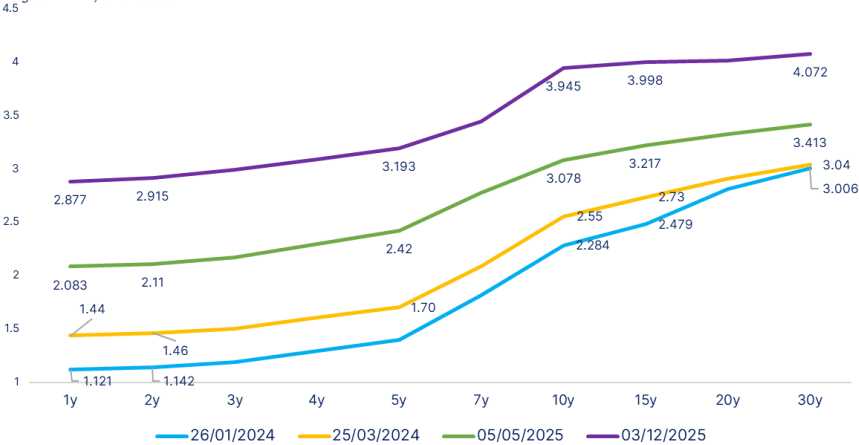


TPCP PHÁT HÀNH 2025 (Nguồn: SHS Research)																NHÀ ĐẦU TƯ		
Kỳ hạn	Issued Q1	Issued Q2	Issued Q3	Issued Q4	YTD (tỷ vnd)	Plan Q1	Plan Q2	Plan Q3	Plan Q4	Plan 25 (tỷ vnd)	% Q1	%Q2	%Q3	Q4	% Year	Bank	Insurance	Others
3					0				20,000	40,000	0%	0%	0%	0%	0%	0	0	0
5	4,200	19,800	1,600	12,997	38,597	25,000	18,000	30,000	20,000	100,000	17%	110%	5%	65%	39%	7,159	30,718	0
7					0	2,000	2,000	2,000		10,000	0%	0%	0%	0%	0%	0	0	0
10	101,399	66,412	40,355	37,225	245,391	42,000	70,000	50,000	45,500	230,000	241%	95%	81%	82%	107%	65,862	177,057	415
15	3,040	3,605	3,355	1,080	11,080	35,000	25,000	30,000	30,000	85,000	9%	14%	11%	4%	13%	3,000	7,990	0
20	500				500	2,000	2,000	3,000	9,500	10,000	25%	0%	0%	0%	5%	0	500	0
30	1,301	1,133	975	48	3,457	5,000	3,000	5,000	20,000	25,000	26%	38%	19%	0%	14%	0	2,867	0
Tổng	110,440	90,950	46,284	51,350	299,024	111,000	120,000	120,000	145,000	500,000	99%	76%	39%	35%	60%	76,021	219,131	415

G-Bond

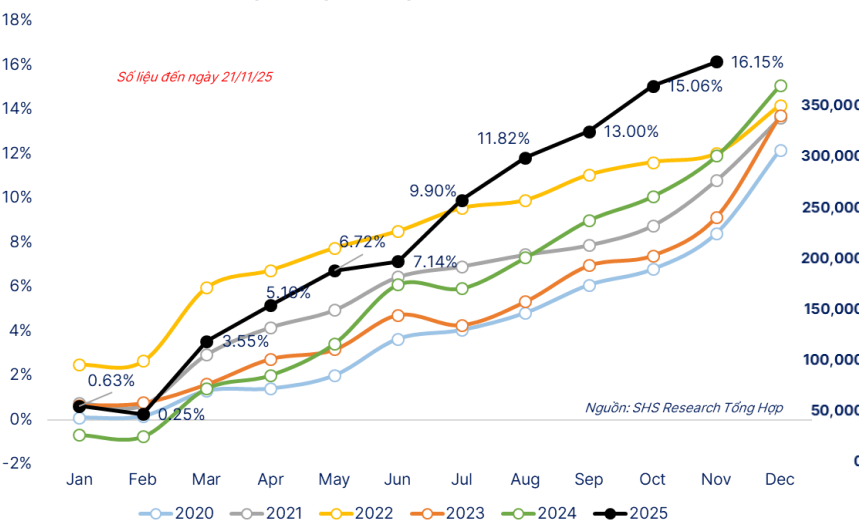
Nguồn: VBMA, SHS Research

Lợi tức TPCP các kỳ hạn (%)

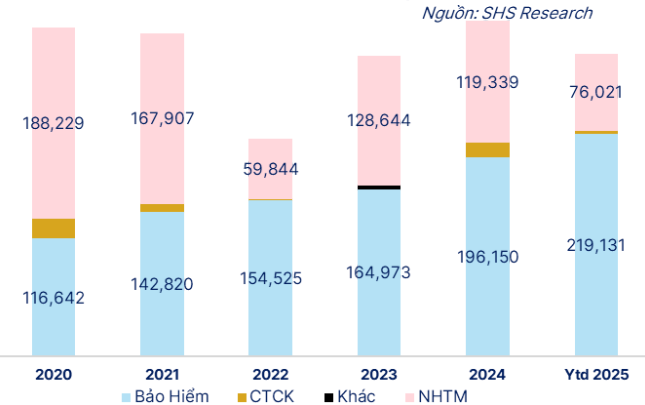


Bước sang 2026, theo thông tin của chúng tôi, lịch phát hành dự kiến linh hoạt hơn (mục tiêu theo biên độ chứ không là con số cứng), tăng tỷ trọng kỳ hạn ngắn dưới 5 năm. Tuy nhiên kỳ hạn ngắn sẽ khó cơ cấu hơn so với kỳ hạn vùng bụng 10-15 năm. Một phản ứng dễ xảy ra là hệ thống Bank lúc đó sẽ phải cân nhắc sự ổn định vì kỳ hạn phải song hành với cân đối.

Tăng trưởng tín dụng YTD (2020-2025)

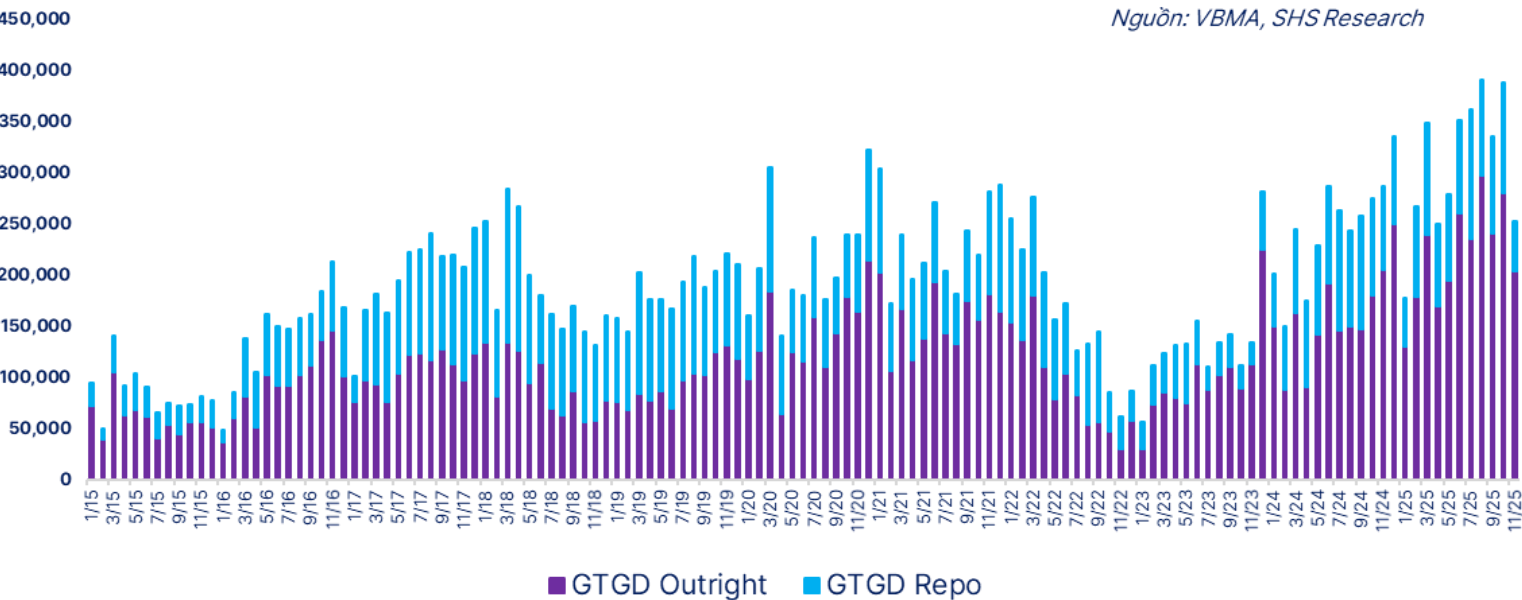


CƠ CẤU VÀO THẦU SƠ CẤP (Tỷ VNĐ)



Tổng GTGD Thứ Cấp G-Bond (Tỷ đồng)

Nguồn: VBMA, SHS Research



Nguyen Minh Hanh
Head of Research
Hanh.nm@shs.com.vn

Vu Tuan Duy
Macro Analyst
Duy.vt@shs.com.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Tất cả những thông tin, dữ liệu và phân tích trong tài liệu này đã được thu thập, tổng hợp và xử lý một cách cẩn trọng tại thời điểm công bố. Tuy nhiên, SHS Research và tác giả không cam kết tính đầy đủ, chính xác tuyệt đối hay cập nhật liên tục của các thông tin được sử dụng. Mọi nội dung trình bày hoàn toàn không đại diện cho quan điểm chính thức của Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS, trừ khi có ghi rõ.

Các quan điểm, mô hình và nhận định trong báo cáo phản ánh đánh giá chuyên môn độc lập của nhóm phân tích tại thời điểm viết, dựa trên các giả định cụ thể về bối cảnh kinh tế, chính sách và thị trường. Báo cáo này không cấu thành khuyến nghị đầu tư, lời mời gọi giao dịch, hay cam kết hiệu quả tài chính đối với bất kỳ loại tài sản nào, bao gồm nhưng không giới hạn ở cổ phiếu, trái phiếu, ngoại tệ, hàng hóa, bất động sản hoặc các sản phẩm tài chính phái sinh.

Các nội dung trong báo cáo cũng không phải là tài liệu tư vấn chính sách chính thức, và không nhằm thay thế cho đánh giá độc lập của các cơ quan hoạch định hoặc các tổ chức ra quyết định điều hành kinh tế. Mọi phân tích về chính sách công chỉ mang tính tham khảo về mặt logic truyền dẫn và kịch bản giả định, không mang tính chỉ đạo hay phản biện chính sách cụ thể.

Chúng tôi khuyến nghị người đọc – dù là nhà đầu tư tổ chức, cá nhân hay cán bộ hoạch định chính sách – cần tự đánh giá độ phù hợp của thông tin với mục tiêu sử dụng, khẩu vị rủi ro, và bối cảnh pháp lý/kinh tế tại thời điểm xem xét. Các dự báo trong báo cáo mang tính mô hình, có thể thay đổi đáng kể khi các yếu tố đầu vào hoặc định hướng chính sách thay đổi.

Tài liệu này không được sử dụng để xây dựng hồ sơ chào bán chứng khoán, truyền thông tiếp thị sản phẩm tài chính, hoặc làm căn cứ pháp lý nếu không có phê duyệt rõ ràng từ Công ty Cổ Phần Chứng Khoán SHS.

Mọi hành vi sao chép, chia sẻ, trích dẫn một phần hoặc toàn bộ báo cáo cần tuân thủ quy định về bản quyền.

MỌI THÔNG TIN XIN VUI LÒNG LIÊN HỆ

Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán Sài Gòn - Hà Nội

Trụ sở chính tại Hà Nội

Tòa nhà SHS, Số 43
Lý Thường Kiệt, phường Cửa Nam, Tp.
Hà Nội

Tel: (84-24)-3818 1888

Fax: (84-24)-3818 1688

Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 6, Cao ốc văn phòng HDTC, số
36 Bùi Thị Xuân, Phường Bến Thành,
TP. Hồ Chí Minh

Tel: (84-8)-3915 1368

Fax: (84-8)-3915 1369

Chi nhánh Đà Nẵng

Tầng 8, Tòa nhà Thành Lợi 2 Số 03
Lê Đình Lý, p. Thanh Khê, Tp. Đà
Nẵng

Tel: (84-511)-352 5777

Fax: (84-511)-352 5779



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN SÀI GÒN - HÀ NỘI (SHS)



Website: shs.com.vn



Tel: 1900 63 8588



Email: hotrokhachhang@shs.com.vn



GIAO DỊCH NGAY CÙNG SHS

App trading: SH Smart

Bảng giá: sboard.shs.com.vn

Web trading: shsmart.shs.com.vn