

## Thị trường TPDN trầm lắng

- Giá trị TPDN không ghi nhận đợt phát hành nào mới trong tháng 2. Lũy kế 2T2025, tổng giá trị TPDN phát hành đạt gần 5.6 nghìn tỷ đồng, giảm 50% svck.
- Lũy kế từ đầu năm đến nay, khoảng 17.3 nghìn tỷ đồng TPDN đã được mua lại trước hạn (+50% svck), phần lớn nhờ giá trị TPDN mua lại của ngành Bất động sản tăng mạnh 207% svck.
- Đến cuối tháng 2, lợi suất TPCP kỳ hạn 10N tăng 12 điểm so với cuối năm 2024 lên mức 3.1%/năm.

### Trái phiếu Doanh nghiệp

#### Thị trường TPDN không ghi nhận đợt phát hành nào mới trong tháng

Hoạt động phát hành TPDN trong tháng 2 trầm lắng khi không có đợt phát hành nào mới. Với nguyên nhân được cho là đến từ nhiều yếu tố như: áp lực đáo hạn lớn trong năm nay khiến các doanh nghiệp có xu hướng tập trung xử lý nợ hơn thay vì mở rộng huy động vốn mới. Trong hai tháng đầu năm 2025, ngành Bất động sản đang tập trung đẩy mạnh hoạt động mua lại trái phiếu trước hạn với trị giá gần 7.9 nghìn tỷ đồng (+207% svck) khi đối mặt với áp lực đáo hạn lớn trong năm nay. Chúng tôi ước tính giá trị TPDN sẽ đáo hạn trong năm 2025 rơi vào khoảng gần 160 nghìn tỷ đồng (đã trừ đi các khoản trái phiếu mua lại), trong đó nhóm Bất động sản chiếm khoảng 66%. Ngoài ra, việc Luật Chứng khoán sửa đổi 2024 chính thức có hiệu lực từ ngày 1/1/2025 phần nào cũng khiến các doanh nghiệp thận trọng hơn khi Luật sửa đổi đưa ra các quy định chặt chẽ hơn về hoạt động phát hành nhằm nâng cao tính minh bạch của thị trường cũng như giảm thiểu rủi ro cho nhà đầu tư.

Thị trường TPDN được kỳ vọng sẽ ấm trở lại trong thời gian tới trong bối cảnh niềm tin của nhà đầu tư được củng cố nhờ chất lượng thị trường được cải thiện, các doanh nghiệp dần đáp ứng đủ các điều kiện trong quy định với. Trong đó, ngành ngân hàng được kỳ vọng vẫn tiếp tục là đầu kéo cho thị trường khi mục tiêu tăng trưởng tín dụng cao sẽ là yếu tố giúp thúc đẩy nhu cầu phát hành trái phiếu của ngành ngân hàng. Tính từ đầu năm đến ngày 18/2, dư nợ tín dụng toàn hệ thống đã tăng 0.02% so với cuối năm 2024, và tăng 16.4% svck (trong khi cùng kỳ 2024 giảm 1.01% so với cuối năm 2023), cho thấy nhu cầu vốn của nền kinh tế đang hồi phục.

Lũy kế từ đầu năm, tổng giá trị TPDN phát hành đạt gần 5.6 nghìn tỷ đồng, giảm 50% svck. Lãi suất TPDN bình quân gia quyền trong 2 tháng đầu năm ước khoảng 6.5%, thấp hơn so với mức trung bình 7.2% của năm 2024.

**Ngân hàng** là nhóm ngành có giá trị phát hành cao nhất với gần 5.3 nghìn tỷ, chiếm tỷ trọng 95%, lãi suất bình quân gia quyền là 6.3%/năm, kỳ hạn bình quân 7.9 năm. Các NH phát hành giá trị lớn nhất từ đầu năm đến nay gồm có: VietinBank (4 nghìn tỷ đồng), BVBank (1.3 nghìn tỷ đồng).

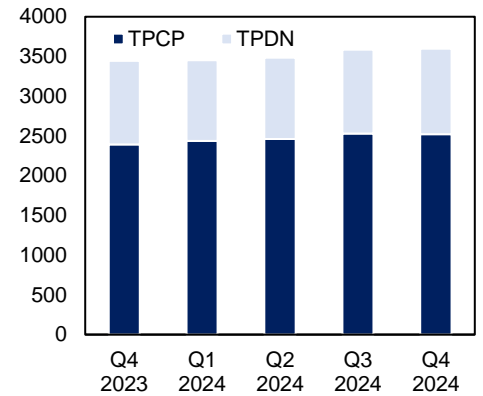
#### Hoạt động mua lại TPDN trong tháng vẫn duy trì xu hướng giảm

Trong tháng 2, giá trị TPDN mua lại trước hạn ước tính khoảng gần 3.9 nghìn tỷ đồng, giảm 71% so với tháng trước, và giảm 37% svck. Trong đó Ngân hàng chiếm 26%, nhóm Bất động sản chiếm 10%. Lũy kế từ đầu năm đến nay, khoảng 17.3 nghìn tỷ đồng TPDN đã được mua lại trước hạn, tăng 50% svck, phần lớn nhờ giá trị TPDN mua lại của ngành bất động sản tăng mạnh 207% svck.

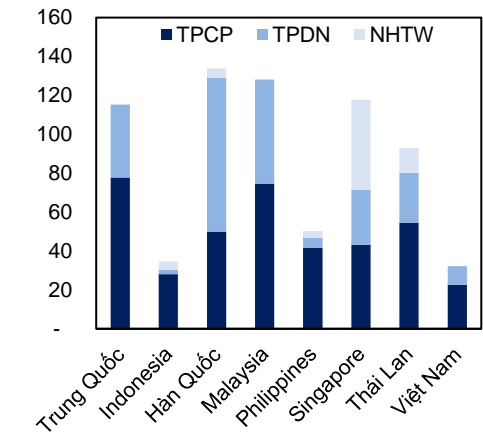
#### Trong tháng ghi nhận một doanh nghiệp mới chậm trả thanh toán lãi

Về tình hình chậm trả, tháng 2 ghi nhận 1 trường hợp công bố chậm trả thanh toán lãi suất với giá trị khoảng hơn 39 tỷ đồng. Tính đến hết tháng 2, tổng giá trị TPDN chậm các nghĩa vụ thanh toán ước khoảng 204.4 nghìn tỷ đồng, chiếm khoảng 23% dư nợ TPDN của toàn thị trường, trong đó nhóm ngành Bất động sản tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn nhất khoảng 69% giá trị chậm trả.

Dư nợ thị trường trái phiếu Việt Nam theo quý (nghìn tỷ đồng)



Quy mô thị trường trái phiếu các nước trong khu vực (% GDP Q3 2024)

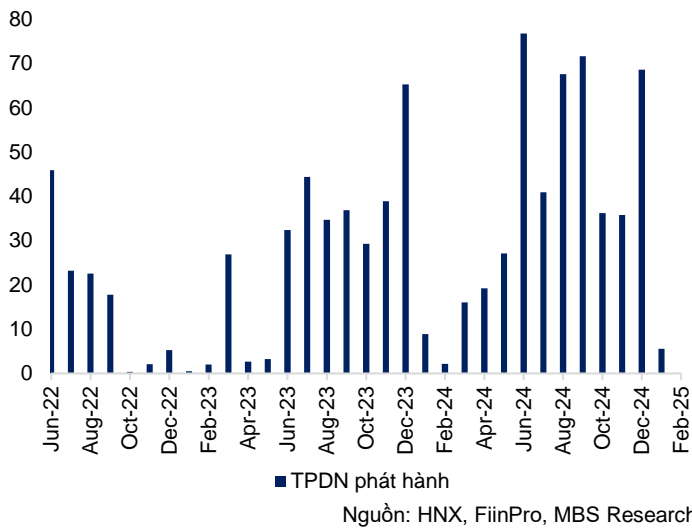


Chuyên viên phân tích

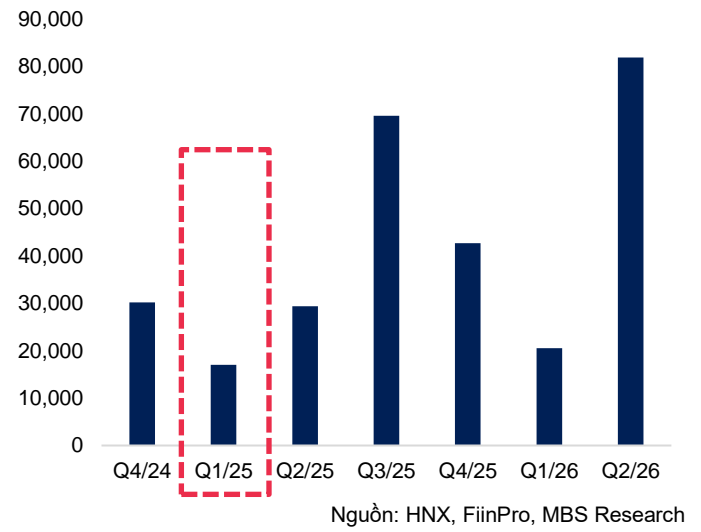
**Đinh Hà Anh**

Anh.DinhHa@mbs.com.vn

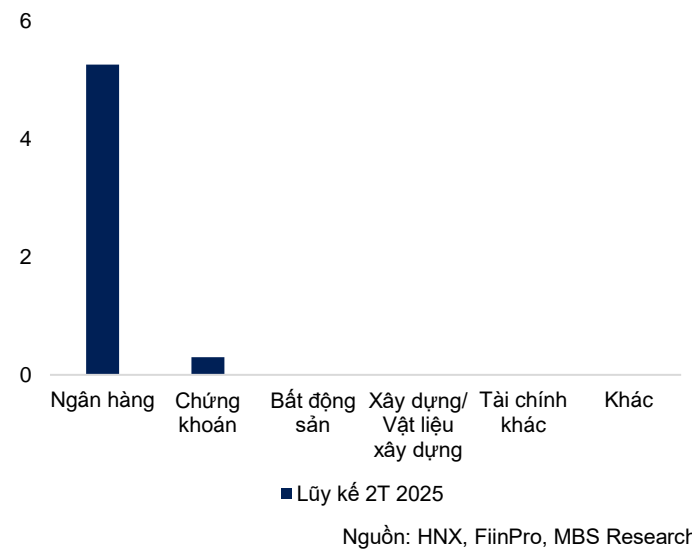
**Hình 1: Giá trị TPDN phát hành thành công theo tháng (Đơn vị: Nghìn tỷ đồng).** (Dữ liệu TPDN chốt vào ngày 17/3)



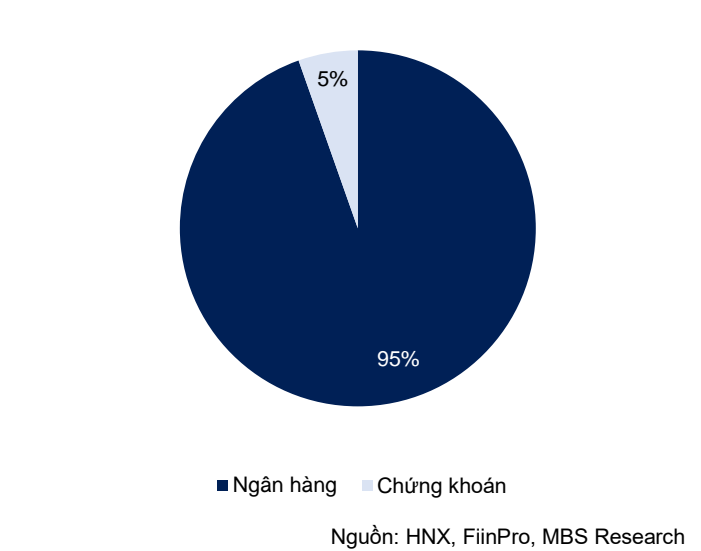
**Hình 2: Ước tính khối lượng TPDN đáo hạn theo quý (Đơn vị: Tỷ đồng)**



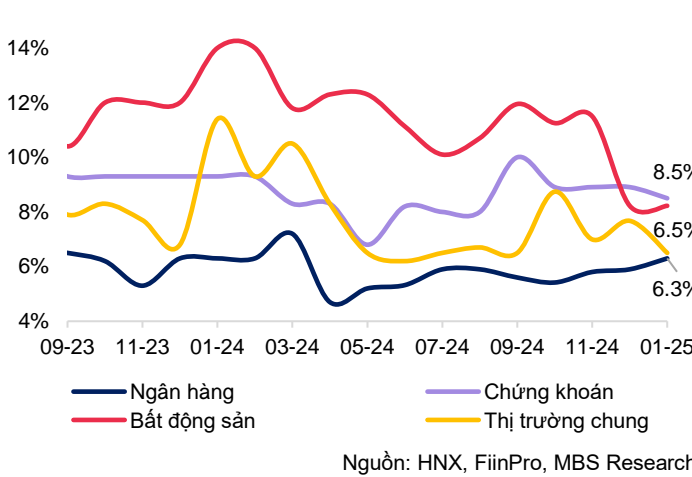
**Hình 3: Giá trị TPDN phát hành thành công của các nhóm ngành trong lũy kế từ đầu năm (Đơn vị: Nghìn tỷ đồng)**



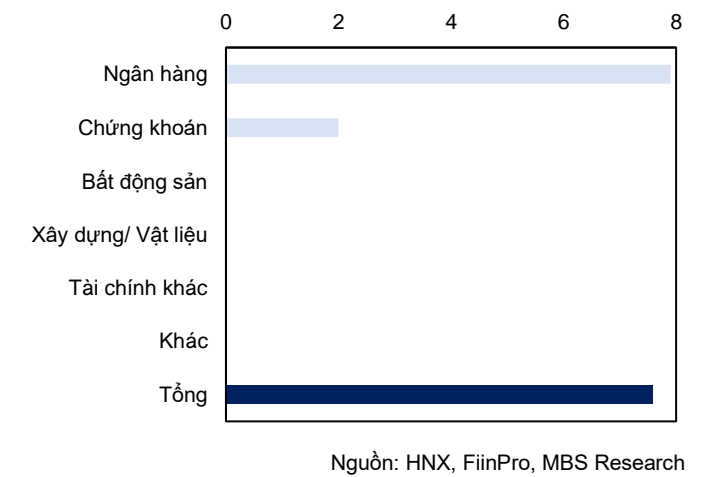
**Hình 4: Cơ cấu giá trị TPDN phát hành lũy kế từ đầu năm 2025 theo ngành (Đơn vị: %)**



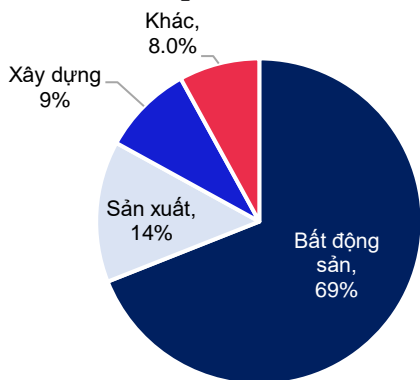
**Hình 5: Lãi suất bình quân gia quyền của TPDN theo nhóm ngành (%/năm)**



**Hình 6: Kỳ hạn trung bình TPDN phát hành trong năm 2025 theo nhóm ngành (năm)**

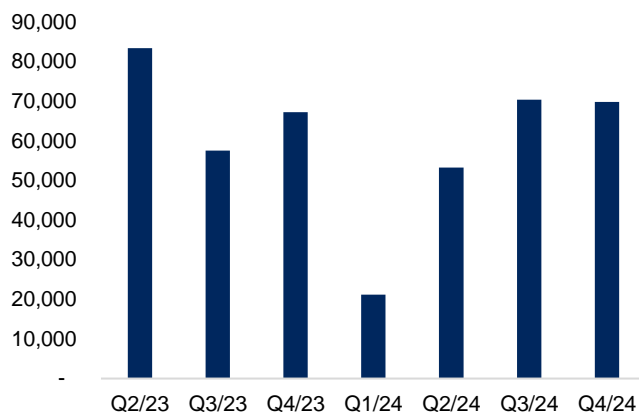


Hình 7: Từ đầu năm đến nay, tổng giá trị TPDN chậm các nghĩa vụ thanh toán là khoảng hơn 204.4 nghìn tỷ đồng Cơ cấu TPDN chậm nghĩa vụ thanh toán theo ngành



Nguồn: HNX, FiinPro, MBS Research

Hình 8: Giá trị mua lại TPDN trước hạn theo quý (Đơn vị: tỷ đồng). (Dữ liệu TPDN chốt vào ngày 17/3)



Nguồn: HNX, FiinPro, MBS Research

## Trái Phiếu Chính Phủ

### Thị trường sơ cấp

KBNN phát hành thành công đạt 29,129 tỷ đồng TPCP trong kỳ với lợi suất trúng thầu tiếp tục duy trì xu hướng tăng

Sau khi liên tục giảm kể từ tháng 11/2024, KBNN đã tăng quy mô chào bán TPCP trở lại trong tháng 2. Trong số 50,500 tỷ đồng trái phiếu được chào bán, có 29,129 tỷ đồng được huy động, tỷ lệ trúng thầu 57.7%. Lũy kế 2 tháng đầu năm 2025, KBNN đã phát hành được tổng cộng 45,111 tỷ đồng TPCP, hoàn thành được 9% kế hoạch năm và quý 1 hoàn thành 40.6%. Ngày 18/2, KBNN đã thông báo kế hoạch phát hành TPCP trong năm 2025 với tổng mức phát hành dự kiến là 500 nghìn tỷ đồng. Trong đó, kỳ hạn 10N và 5N có lượng giá trị phát hành lớn nhất lần lượt là 230 và 100 nghìn tỷ đồng. Áp lực phát hành TPCP trong năm 2025 dự kiến sẽ khá cao khi Bộ Tài chính giao cho KBNN huy động 500 nghìn tỷ đồng TPCP nhằm thúc đẩy đầu tư công để đạt được mức tăng trưởng GDP Chính phủ đặt ra là 8% - 10%. Đây là mức chỉ tiêu vốn TPCP rất cao, gấp 1.7 lần so với thực hiện kế hoạch năm 2024.

Lợi suất trái phiếu trúng thầu tăng từ 0.02%/năm – 0.14%/năm so với tháng trước tại hầu hết tất cả các kỳ hạn. Cụ thể, lãi suất kỳ hạn 10N và 15N lần lượt là 2.97%/năm và 3%/năm. Trong khi kỳ hạn 5N không có khối lượng trúng thầu nào trong kỳ.

Hình 9: Kết quả phát hành TPCP từ đầu năm 2025 đến nay (tỷ đồng)

Kỳ hạn	Kế hoạch KBNN 2025	KBNN đã phát hành 2025	% Kế hoạch KBNN 2025
3 Năm	40,000		
5 Năm	100,000	100	0%
7 Năm	10,000	0	0%
10 Năm	230,000	40,876	18%
15 Năm	85,000	2,660	3%
20 Năm	10,000	500	5%
30 Năm	25,000	975	4%
<b>Tổng</b>	<b>400,000</b>	<b>323,006.5</b>	<b>80.8%</b>

Dữ liệu TPCP được chốt vào ngày 28/2/2025

Nguồn: KBNN, HNX, MBS Research

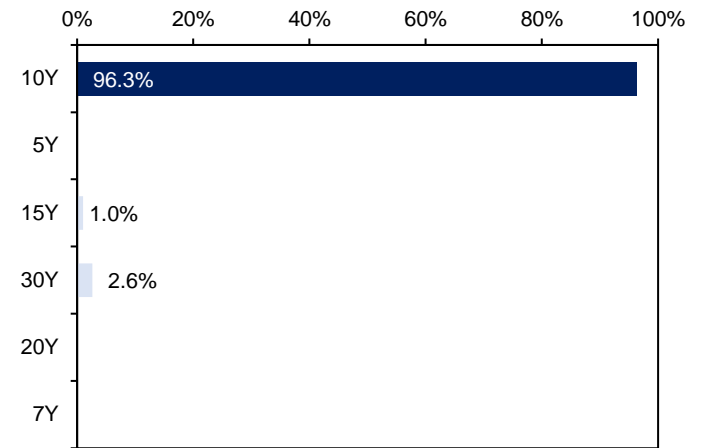
Hình 10: Kết quả đấu thầu TPCP KBNN T2/2025 (%)

Kỳ hạn	Giá trị chào bán	Giá trị trúng thầu	Tỷ lệ trúng thầu	Lợi suất
3N				
5N	1,500	0	0%	0.00%
7N				
10N	42,000	28,060	67%	2.88%-2.97%
15N	4,500	300	7%	3.00%
20N	500	0	0%	0.00%
30N	2,000	769	38%	3.25%-3.28%
<b>Tổng</b>	<b>50,500</b>	<b>29,129</b>	<b>57.7%</b>	<b>Đơn vị: tỷ đồng</b>

\*Tính đến thời điểm 28/2/2025

Nguồn: HNX, MBS Research

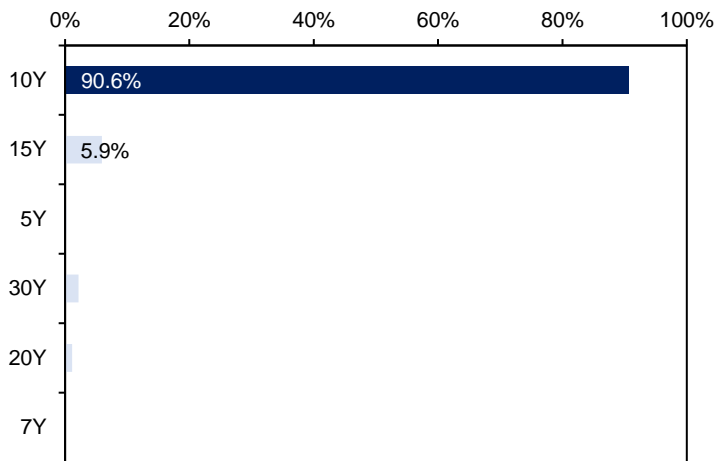
Hình 11: Tỷ trọng TPCP phát hành T2/2025



\*Tính đến thời điểm 28/2/2025

Nguồn: HNX, MBS Research

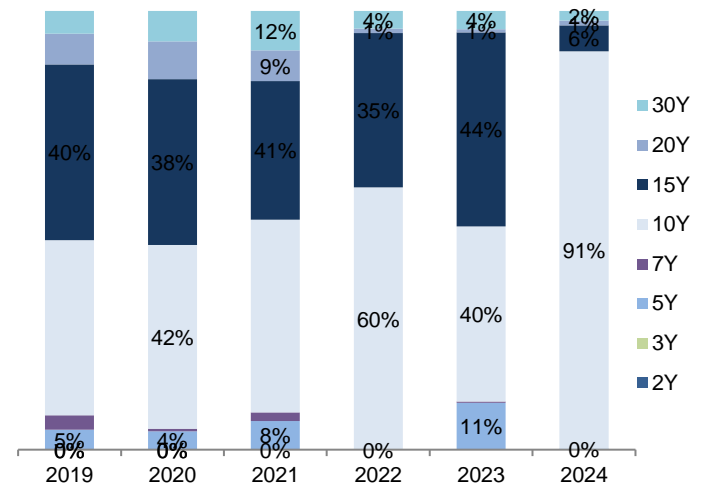
Hình 12: Tỷ trọng TPCP phát hành trong năm 2025



\*Tính đến thời điểm 28/2/2025

Nguồn: HNX, MBS Research

Hình 13: Tỷ trọng TPCP trúng thầu qua các năm



Nguồn: HNX, MBS Research

Hình 14: Lợi suất TPCP 10N tại một số quốc gia

Tính đến ngày 28/2/2025

Thị Trường	Đóng cửa	Tuần trước*	Tháng trước*	31/12/2024
Mỹ	4.21	-22.31	-33.1	-36.1
EU	2.41	-6.33	-5.3	3.9
Nhật Bản	1.38	-5.20	13.3	24.2
Trung Quốc	1.78	1.85	14.7	10.2
Hàn Quốc	3.79	-0.90	-2.3	91.4
Ấn Độ	6.91	12.63	-8.0	15.0
Malaysia	5.18	-14.61	-24.8	136.7
Singapore	2.21	-11.63	-13.0	-66.9
Indonesia	2.70	-15.20	-15.7	-429.8
Philippines	2.73	-16.60	-18.1	-267.4
Thái Lan	3.09	-3.30	9.3	78.5
<b>Việt Nam</b>	<b>3.09</b>	<b>-3.30</b>	<b>1.1</b>	<b>11.9</b>

\* Số điểm cơ bản thay đổi so với hiện tại

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

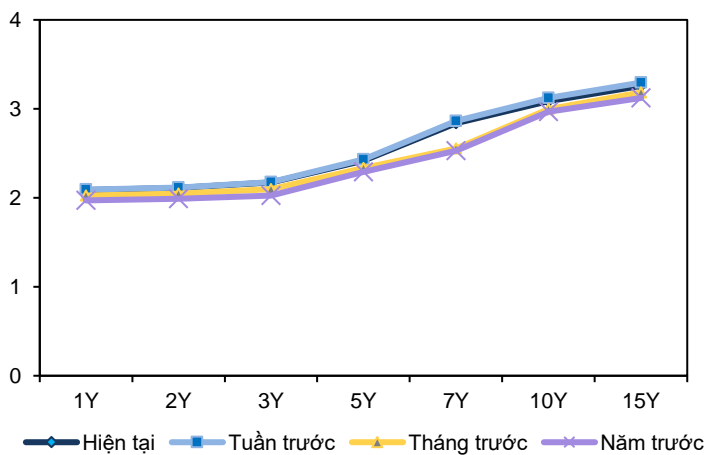
## Thị trường thứ cấp

Lợi suất TPCP tiếp tục duy trì xu hướng tăng tại tất cả các kỳ hạn. Tổng giá trị giao dịch bình quân trên thị trường TPCP thứ cấp tăng 28.1% so với tháng trước. NĐTNN mua ròng gần 583.9 tỷ đồng TPCP trong tháng 2.

Đường cong lợi suất tiếp tục duy trì xu hướng tăng tháng thứ tư liên tiếp trong tháng 2, với lợi suất kỳ hạn 10N đã có lúc tăng lên mức cao nhất kể từ cuối tháng 5/2023 lên mức 3.13%/năm vào giữa tháng 2. Đến cuối tháng, lợi suất kỳ hạn 10N và 2N cùng tăng 12 điểm cơ bản so với cuối năm 2024, lần lượt ở mức 3.1%/năm và 2.1%/năm.

Giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường TPCP thứ cấp đạt 13.3 nghìn tỷ đồng, tăng 28.1% so với tháng trước. Trong đó, giao dịch outright chiếm 67% khối lượng trong kỳ với khoảng 178.2 nghìn tỷ đồng. Bình quân giao dịch 8.9 nghìn tỷ đồng/ngày, tăng 16.9% so với bình quân tháng trước. Giá trị giao dịch repos bình quân tăng 58.9% so với tháng trước, với giá trị giao dịch đạt 4.4 nghìn tỷ đồng/ngày. Tổng giá trị khối ngoại mua ròng đạt khoảng 583.9 tỷ đồng TPCP trong kỳ. Lũy kế từ đầu năm 2025, NĐTNN đã mua ròng khoảng 1.3 nghìn tỷ đồng trong năm nay.

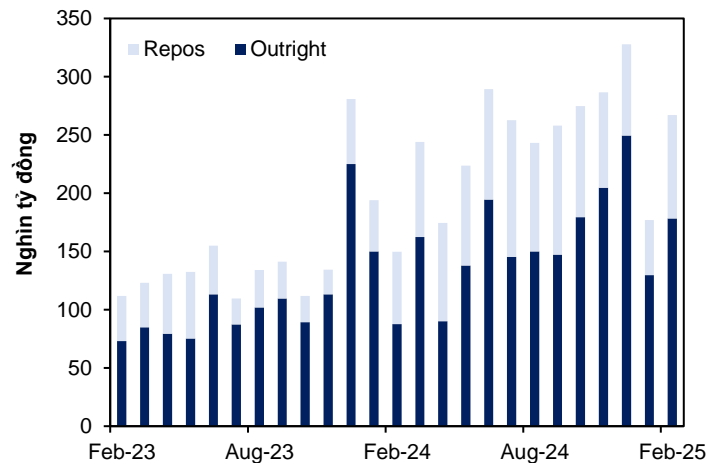
Hình 15: Lợi suất TPCP (%)



Dữ liệu TPCP được chốt vào ngày 28/2

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

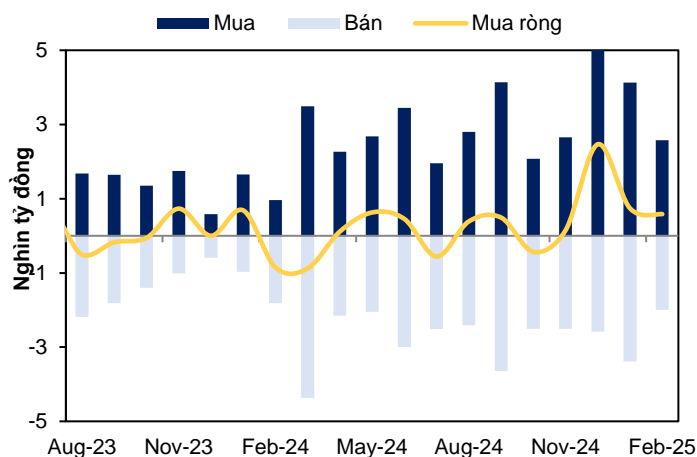
Hình 16: GTGD Outright và Repos trên thị trường thứ cấp



Dữ liệu TPCP được chốt vào ngày 28/2

Nguồn: HNX, MBS Research

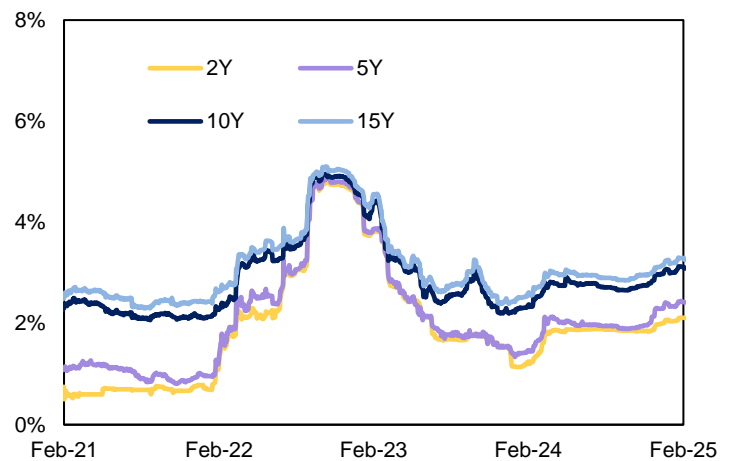
Hình 17: Giao dịch khối ngoại trên thị trường thứ cấp



Dữ liệu TPCP được chốt vào ngày 28/2

Nguồn: HNX, MBS Research

Hình 18: Đường cong lợi suất TPCP - TT thứ cấp



Dữ liệu TPCP được chốt vào ngày 28/2

Nguồn: HNX, MBS Research

## Phụ lục

Hình 19: Các doanh nghiệp phát hành khối lượng TPDN lớn nhất trong năm 2024

Tổ chức phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
Ngân hàng TMCP Á Châu	2-5	36,390	4.5%-6.1%
Ngân hàng TMCP Phát triển Thành phố Hồ Chí Minh	2-8	34,440	4.8%-7.48%
Ngân hàng TMCP Phương Đông	2-3	31,400	4.9%-5.6%
Ngân hàng TMCP Kỹ thương Việt Nam	2-5	31,090	3.7%-6.0%
Ngân hàng TMCP Quân Đội	2-10	25,501.8	5.28%-6.8%
Ngân hàng TMCP Quốc tế Việt Nam	3-5	24,000	5.1%-7.48%
CTCP Vinhomes	2-3	20,500	12.0%
Ngân hàng TMCP Đầu tư và Phát triển Việt Nam	6-20	18,400	5.48%-6.5%
Ngân hàng TMCP Tiên Phong	3-10	16,334.1	4.9%-7.08%
Ngân hàng TMCP Hàng Hải Việt Nam	3-5	14,800	3.9%-6.2%

Nguồn: HNX, FiinPro, MBS Research

Hình 20: Các doanh nghiệp phát hành trái phiếu có lãi suất cao nhất trong năm 2024

Tổ chức phát hành	Kỳ hạn (năm)	Giá trị (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)
Tập đoàn Vingroup - Công ty CP	2-3	10,000	12.5%-15.0%
CTCP Sản xuất và kinh doanh Vinfast	2-5	10,500	13.5%
Công ty TNHH Khu đô thị mới Trung Minh	5	1,100	12.5%
CTCP Tập đoàn Khải Hoàn Land	5	250	12.5%
CTCP Đầu tư TDG Global	3	100	12.5%
Công ty TNHH Đảo Ngọc Xanh Kỳ Sơn	5	1,200	12.5%
CTCP Huy Dương Group	5	900	12.5%
CTCP Vinhomes	2-3	20,500	12.0%
Công ty TNHH Hoàng Trúc My	5	1,080	12.0%
Công ty TNHH Đầu tư và phát triển Bất động sản Phát Đạt	1	3,490	12.0%

Nguồn: HNX, FiinPro, MBS Research

Hình 21: Danh sách trái phiếu hoàn thành đợt phát hành trong tháng 1/2025

Mã CK	Tổ chức phát hành	Tháng phát hành	Giá trị (tỷ đồng)	Lãi suất (%/năm)	Kỳ hạn (tháng)
BVB	Ngân hàng TMCP Bản Việt	01/2025	1254.4	8.2%	72
CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	01/2025	3,000	5.73%	96
CTG	Ngân hàng TMCP Công thương Việt Nam	01/2025	1,000	5.83%	120
	CTCP Chứng khoán DNSE	01/2025	300	8.5%	24

Nguồn: HNX, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CPCK MB

### Giám đốc Khối Nghiên cứu

*Trần Thị Khánh Hiền*

### Trưởng phòng

*Nguyễn Tiến Dũng*

### Vĩ mô & Chiến lược thị trường

*Ngô Quốc Hưng  
Nghiêm Phú Cường  
Đinh Hà Anh  
Võ Đức Anh*

### Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

*Đinh Công Luyện*

### Bất động sản

*Nguyễn Minh Đức  
Lê Hải Thành*

### Công nghiệp – Năng Lượng

*Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền*

### Dịch vụ - Tiêu dùng

*Nguyễn Quỳnh Ly*