

Thế giới 13% của Việt Nam

GDP danh nghĩa tăng 13,1%, TPCP 10 năm chỉ trả 4,53%: theo thước đo của Jim Bianco, trái phiếu Chính phủ Việt Nam vẫn đắt, và lợi suất mới chỉ bắt đầu đuổi theo lạm phát

Báo cáo vĩ mô: định giá trái phiếu Chính phủ Việt Nam · Áp khung "lợi suất hợp lý $\approx$ GDP danh nghĩa" vào Việt Nam: tăng trưởng thực, lạm phát cơ bản, lợi suất Mỹ, dẫn truyền sang lãi suất cho vay và huy động của 27 NHTM niêm yết, phép tính trái phiếu · số liệu đến 01/10/2026 · **Phát hành bởi AAS Research**

GDP DANH
NGHĨA 9T/2026

+13,1%

thực 9,01% · giảm
phát GDP 4,1%

GDP THỰC
Q3/2026

9,95%

cao nhất từ
Q3/2022

LẠM PHÁT CƠ
BẢN T9

4,45%

CPI 5,08% · 2014–
19: 1,7%

TPCP 10 NĂM

4,53%

+0,61 điểm % từ
cuối 2025

LỢI SUẤT THỰC
10N

0,10%

2016–19 bình quân
3,9%

TPCP 10N VIỆT
NAM – MỸ

–0,74

điểm % · Mỹ 5,27%

GÓC NHÌN AAS RESEARCH

**CHƯA HẾT
ĐẮT**

TPCP 10N

4,53%

BIÊN AN TOÀN 1 NĂM
(10N)

0,57 điểm %

NGƯỠNG CHUYỂN
SANG MUA

Lợi suất thực

$\geq 2,8\%$

LS CHO VAY NHTM
Q4/2026F

$\approx 8,6\%$

Việt Nam đang tăng trưởng danh nghĩa 12–14%, lạm phát cơ bản cao gấp đôi giai đoạn 2014–2019, nhưng lợi suất TPCP 10 năm chỉ ngang lạm phát. Lịch sử 2016–2026 cho thấy khi lợi suất thực thấp như hiện nay, lợi suất 10 năm thường tăng tiếp trong 12 tháng sau. AAS chưa tăng kỳ hạn danh mục trái phiếu; điểm mua là khi lợi suất thực vượt 2,8% hoặc lạm phát cơ bản đạt đỉnh rõ ràng.

KẾT LUẬN

1. Thước đo của Bianco (lợi suất $\approx$ GDP danh nghĩa) không đứng ở Việt Nam: lợi suất 10 năm luôn thấp hơn GDP danh nghĩa 5–10 điểm % vì người nắm giữ chính (BHXH 62%, ngân hàng 37%) ít nhạy với giá và lãi suất được điều hành. Nhưng ngay cả khi bỏ thước đo này, TPCP vẫn thấp hơn mọi thước đo khác: lãi suất cho vay, chi phí huy động, tiết kiệm 12 tháng, lạm phát và lợi suất Mỹ. **2.** Năm 2026 lợi suất tăng 0,61 điểm % vì lạm phát cơ bản, không phải vì Fed: lạm phát cơ bản tăng 1 điểm % thì lợi suất 10 năm tăng 0,53 điểm %. **3.** Dẫn truyền sang lãi suất ngân hàng yếu và chậm: cùng quý chỉ 0,15, sau 2 quý 0,58 với cho vay và 0,73 với huy động; ở Mỹ lãi vay mua nhà đi theo 1:1 ngay trong tháng. **4.** Chi phí huy động phản ứng mạnh hơn lãi cho vay, nhất là ở NH tư nhân (0,85 so với 0,63): lợi suất tăng là tin xấu cho NIM. **5.** Biên an toàn của TPCP 10 năm chỉ 0,57 điểm %, thấp hơn mức 0,96 điểm % của chỉ số trái phiếu Mỹ mà Bianco dùng để chuyển sang mua.

1

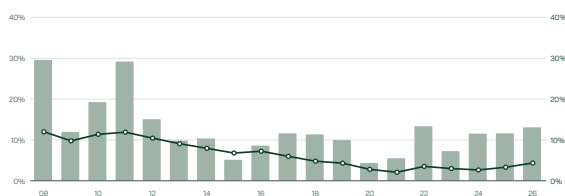
Thước đo của Bianco: ở Việt Nam, lợi suất chưa bao giờ đuổi kịp GDP danh nghĩa

Ngày 05/10/2026, Jim Bianco (Bianco Research) chuyển sang mua trái phiếu Mỹ lần đầu sau sáu năm. Lập luận của ông: lãi suất danh nghĩa là giá của tiền trong nền kinh tế danh nghĩa, nên lợi suất hợp lý xấp xỉ tăng trưởng GDP danh nghĩa (tăng trưởng thực + lạm phát). Mỹ đang tăng trưởng thực 2–2,5% và lạm phát cơ bản 2,6–3,4%, tức GDP danh nghĩa 5–6%. Khi lợi suất 5–30 năm cùng vượt 5%, trái phiếu Mỹ "hết đất". Báo cáo này áp dụng khung đó vào Việt Nam.

GDP danh nghĩa và lợi suất TPCP 10 năm %/năm

■ Tăng trưởng GDP danh nghĩa (trái)

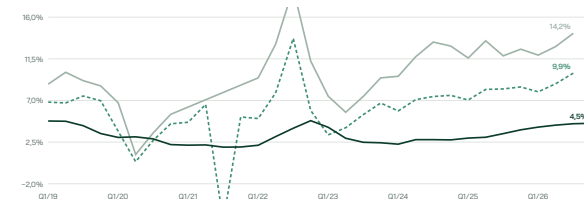
■ Lợi suất TPCP 10N bình quân năm (phải)



Nguồn: GDP danh nghĩa 2008–2010 theo Cục Thống kê (kho AAS, chuỗi trước đánh giá lại), 2011–2025 theo World Bank WDI (chuỗi đã đánh giá lại), 2026 là 9 tháng; lợi suất 10N 2008–2015 theo Investing.com (bình quân tháng; 2008 thanh khoản thấp, chỉ mang tính tham khảo), từ 2016 theo kho AAS. AAS tính.

Theo quý: GDP danh nghĩa, GDP thực và lợi suất 10N % so với cùng kỳ

■ GDP danh nghĩa ■ GDP thực ■ TPCP 10N



Nguồn: kho AAS (GDP giá hiện hành và tăng trưởng thực theo quý của Cục Thống kê; lợi suất TPCP), AAS tính. Bỏ năm 2018 và 2021 vì số GDP giá hiện hành có điểm gãy do đánh giá lại quy mô GDP.

Giả thuyết 1: lợi suất TPCP 10 năm đi cùng GDP danh nghĩa như ở Mỹ

BÁC BỎ

Hồi quy lợi suất 10N theo GDP danh nghĩa quý (2019–2026, bỏ quý có điểm gãy): hệ số dương nhưng R^2 chỉ 0,09. Khoảng cách GDP danh nghĩa – lợi suất 10N bình quân 5,9 (2008–2025; riêng 2016–2025: 5,6) điểm % suốt hai thập kỷ, hiện là **8,6 điểm %**. Ở Việt Nam, GDP danh nghĩa là trần lý thuyết, không phải điểm cân bằng của lợi suất.

Vì sao khoảng cách là cấu trúc

- ◆ **Người mua chủ yếu không nhạy với giá.** Cuối Q3/2025, khối bảo hiểm (chủ yếu Bảo hiểm xã hội Việt Nam) nắm 61,6% TPCP, ngân hàng 37,4%; các nhà đầu tư khác dưới 1%. Năm 2012–2015, bảo hiểm chỉ nắm 15–20%. AMRO ước TPCP chiếm hơn 80% danh mục của BHXH, và đến 01/07/2025 BHXH mới được phép đầu tư ra nước ngoài.
- ◆ **Ngân hàng giữ TPCP vì thanh khoản và quy định,** không vì lợi suất: TPCP được dùng làm tài sản thanh khoản và tài sản bảo đảm cho nghiệp vụ thị trường mở của NHNN. Khi tín dụng yếu (2014, 2020–2021, 2023–2024), ngân hàng dồn tiền vào TPCP và đẩy lợi suất xuống rất thấp.
- ◆ **Lãi suất được điều hành,** không do thị trường tự xác định: lãi suất tái cấp vốn 4,5% giữ nguyên từ 19/06/2023; lãi suất thị trường mở tăng từ 4,0% lên 4,5% ngày 04/12/2025, lần tăng đầu tiên sau hơn 14 tháng. Trần lãi suất tiền gửi ngắn hạn và định hướng giảm lãi suất cho vay giữ toàn bộ mặt bằng thấp hơn mức thị trường tự do.
- ◆ **Tài khoản vốn còn kiểm soát,** nên chênh lệch với GDP danh nghĩa không bị khai thác bằng dòng vốn ngoại như ở thị trường mở.

Vì vậy câu hỏi đúng cho Việt Nam không phải "lợi suất đã chạm GDP danh nghĩa chưa", mà là: **so với chính lịch sử và với các thước đo lãi suất trong nước, lợi suất hiện tại cao hay thấp?** Các mục sau trả lời câu hỏi đó.

2 Tăng trưởng thực: 9,0%, vượt xa mức tiềm năng

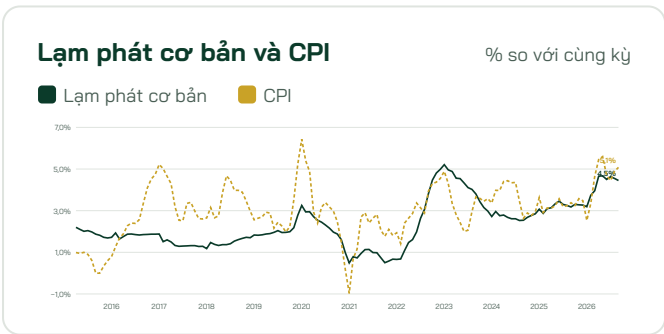
GDP thực 9 tháng 2026 tăng 9,01%, riêng Q3 9,95%. Mức bình quân 2011–2019 là 6,3%, 2022–2025 là 7,0%. Phần lớn ước tính tăng trưởng tiềm năng của Việt Nam nằm quanh 6–7%. Nền kinh tế đang chạy nhanh hơn tiềm năng khoảng 2 điểm %, và đây là bối cảnh lạm phát khó giảm.

Tổ chức	GDP 2026	GDP 2027	CPI 2026	CPI 2027	Kỳ dự báo
Mục tiêu Quốc hội (NQ 244/2025/QH15)	≥ 10%	–	≈ 4,5%	–	11/2025
ADB (Triển vọng phát triển châu Á)	7,8%	7,6%	4,3%	4,0%	09/2026
World Bank (Cập nhật Đông Á – TBD)	7,4%	–	4,2%	–	06/10/2026
Thực hiện 9T/2026 (Cục Thống kê)	9,01%		4,52%		Lạm phát cơ bản BQ 4,26%

Nguồn: Nghị quyết 244/2025/QH15; ADB ADO 09/2026; World Bank EAP Update 10/2026; báo cáo kinh tế – xã hội Q3/2026 của Cục Thống kê (03/10/2026). AAS tổng hợp.

- ◆ Các tổ chức quốc tế dự báo 7,4–7,8% cho cả năm, thấp hơn mức 9% đã đạt trong 9 tháng; tức họ giả định quý 4 chậm lại hoặc thậm trọng với số liệu. Nếu quý 4 giữ 9–10%, cả năm đạt khoảng 9,3%.
- ◆ Với tăng trưởng thực 7–9% và chỉ số giảm phát GDP 3,5–4,5%, GDP danh nghĩa 2026–2027 nằm trong vùng 11–13%. Đây là "thế giới 13%" của Việt Nam, so với "thế giới 5%" của Mỹ.

3 Lạm phát đã đổi chế độ: lạm phát cơ bản từ 1,7% lên 4,5%



Nguồn: kho AAS (Cục Thống kê), AAS tính.

Giai đoạn	Lạm phát cơ bản	CPI
2014–2019	1,72%	2,88%
2020–2021	1,56%	2,54%
2022–2026	3,34%	3,52%
2025–2026	3,66%	3,83%
T9/2026	4,45%	5,08%

Nguồn: kho AAS, AAS tính (bình quân tháng).

- ◆ Như ở Mỹ, lạm phát không bùng nổ mà **không còn quay về mức cũ**: bình quân 2022–2026 gần gấp đôi 2014–2019.
- ◆ Trong 9 tháng 2026, lạm phát cơ bản tăng từ 3,27% lên 4,45%.

Nhóm hàng CPI	2014–2019	2022–T9/2026	T9/2026
Giao thông	–0,87%	2,64%	11,67%
Nhà ở và vật liệu xây dựng	2,55%	5,48%	6,47%
Đồ dùng và dịch vụ khác	2,72%	4,60%	5,82%
Hàng ăn và dịch vụ ăn uống	2,35%	3,55%	4,44%

Nhóm hàng CPI	2014–2019	2022–T9/2026	T9/2026
Văn hóa, giải trí, du lịch	1,59%	2,44%	3,42%
Đồ uống và thuốc lá	2,17%	2,92%	4,33%
Thiết bị, đồ dùng gia đình	1,62%	1,93%	3,27%
Bưu chính viễn thông	–0,44%	–0,54%	0,33%
May mặc, giày dép	2,34%	1,70%	2,19%
Giáo dục	7,35%	4,10%	2,93%
Thuốc và dịch vụ y tế	15,80%	4,79%	1,47%

Nguồn: kho AAS (Cục Thống kê), AAS tính. % so với cùng kỳ, bình quân tháng; sắp xếp theo mức tăng giữa hai giai đoạn.

Giả thuyết 2: lạm phát cơ bản giai đoạn 2022–2026 cao hơn hẳn 2014–2019

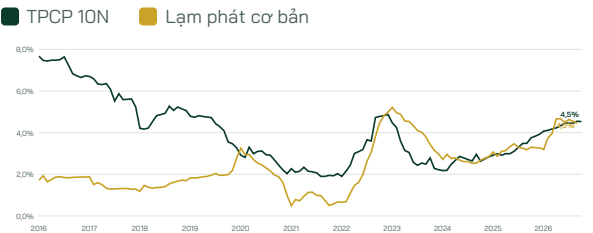
CHẤP THUẬN

Bình quân 3,34% so với 1,72%; riêng 2025–2026 là 3,66%. Nguyên nhân giống Mỹ ở chỗ cú sốc cung kéo dài (giá dầu khi eo Hormuz gián đoạn, chuỗi cung ứng, thuế quan) và khác ở chỗ có thêm tăng trưởng vượt tiềm năng, tín dụng tăng 17–20%/năm và lộ trình điều chỉnh giá dịch vụ công (y tế, giáo dục, điện).

4

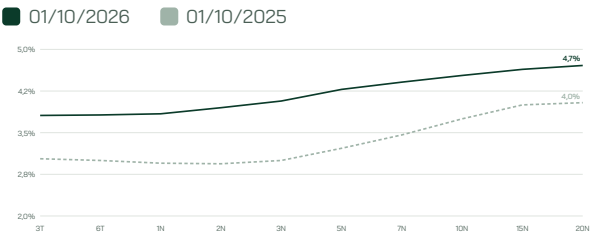
Cái đẩy lợi suất lên năm 2026 là lạm phát trong nước, không phải Fed

Lợi suất 10N và lạm phát cơ bản



Nguồn: kho AAS, AAS tính.

Đường cong lợi suất: dịch lên gần song song



Nguồn: kho AAS (đường cong lợi suất TPCP), AAS tính.

Giả thuyết 3: lợi suất 10N thay đổi theo lạm phát cơ bản

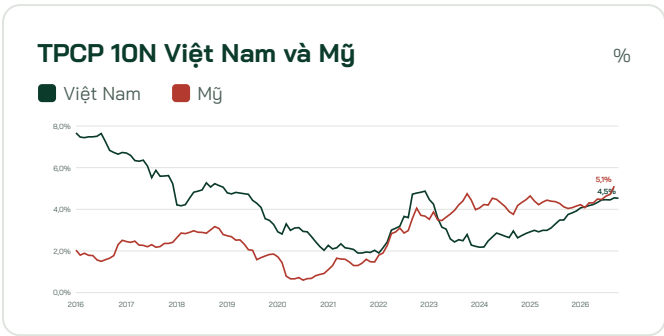
CHẤP THUẬN

Trên mức thay đổi 12 tháng (2017–2026, 117 tháng): lạm phát cơ bản tăng 1 điểm % thì lợi suất 10N tăng 0,53 điểm % ($t = 4,8$, $R^2 = 0,37$). Nếu so mức tuyệt đối thì gần như không có quan hệ (R^2 0,01), vì lợi suất 2016–2019 còn đang giảm từ mức rất cao. Kết luận: lạm phát giải thích được **hướng đi** của lợi suất, không giải thích được **mức**.

Giả thuyết 4: lợi suất Mỹ lan sang lợi suất TPCP Việt Nam

BÁC BỎ (NGẮN HẠN)

Thay đổi theo tháng: hệ số 0,18, R^2 0,02, không có ý nghĩa. Thay đổi 12 tháng: hệ số 0,62, R^2 0,18, tức có ảnh hưởng nhưng yếu và chậm, đi qua tỷ giá và thanh khoản hệ thống chứ không qua giao dịch trái phiếu trực tiếp. Tài khoản vốn còn kiểm soát và khối ngoại nắm rất ít TPCP.



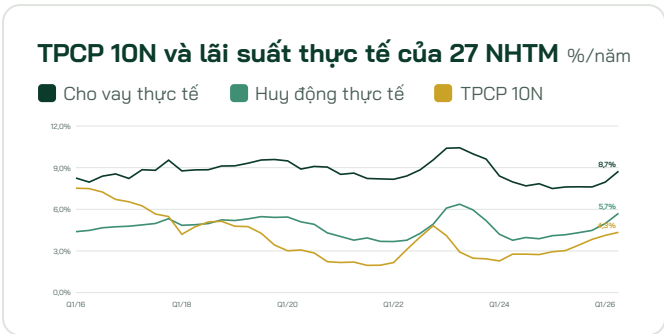
- ◆ Lợi suất 10N Việt Nam đang **thấp hơn Mỹ 0,74 điểm %** (4,53% so với 5,27% ngày 06/10). Chênh lệch âm kéo dài từ giữa 2023, điều rất hiếm với một đồng tiền có lạm phát cao hơn USD.
- ◆ Chênh lệch âm không gây tháo chạy như ở thị trường mở, nhưng tạo áp lực lên tỷ giá và buộc NHNN giữ thanh khoản VND chặt hơn. Đó là kênh để lợi suất Mỹ cao tác động gián tiếp lên lợi suất trong nước.
- ◆ Tín dụng tăng 17,7% (T7/2026), nhanh hơn tiền gửi, khiến ngân hàng (bên mua cận biên quyết định giá TPCP) cần thanh khoản hơn và ít mua trái phiếu kỳ hạn dài hơn.

5 Lợi suất TPCP và lãi suất ngân hàng: dẫn truyền chậm 2 quý và chỉ được khoảng một nửa

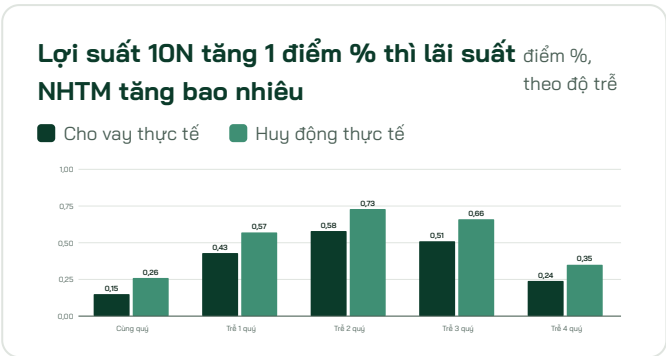
Ở Mỹ, lợi suất 10 năm là lãi suất tham chiếu: vay mua nhà 30 năm lãi cố định, trái phiếu doanh nghiệp và nhiều khoản vay khác được định giá trực tiếp theo nó. Ở Việt Nam, tín dụng ngân hàng chiếm phần lớn vốn của nền kinh tế, và lãi suất cho vay được định giá theo chi phí huy động. Để đo dẫn truyền, AAS tính lãi suất **thực tế** của 27 NHTM niêm yết từ thuyết minh BCTC: lãi suất cho vay = thu nhập lãi cho vay khách hàng / dư nợ cho vay bình quân; chi phí huy động = chi trả lãi tiền gửi / tiền gửi khách hàng bình quân (năm hóa, theo quý, 2015–Q2/2026).

Lãi suất	Hệ số cùng quý	Hệ số trễ 2 quý	R ² (trễ 2 quý)	t (trễ 2 quý)
Cho vay, toàn bộ 27 NH	0,15	0,58	0,45	3,9
Cho vay, quốc doanh (VCB, BID, CTG)	0,20	0,51	0,47	4,2
Cho vay, TMCP tư nhân	0,12	0,63	0,42	3,6
Huy động, toàn bộ 27 NH	0,26	0,73	0,65	5,5
Huy động, quốc doanh	0,22	0,60	0,65	5,4
Huy động, TMCP tư nhân	0,28	0,85	0,63	5,3
Mỹ: vay mua nhà 30 năm theo lợi suất 10N	1,07	–	0,77 (cùng kỳ)	5,0

Nguồn: kho AAS, AAS tính (sai số chuẩn HAC). Mỹ: lãi suất vay mua nhà 30 năm Freddie Mac và lợi suất 10N, thay đổi 12 tháng, 117 tháng 2017–2026; tương quan thay đổi 6 tháng cùng kỳ 0,86, trễ 6 tháng 0,23.



Nguồn: kho AAS (thuyết minh BCTC quý 27 NHTM niêm yết; lợi suất TPCP), AAS tính.



Nguồn: AAS tính. Hồi quy thay đổi 12 tháng của lãi suất NHTM theo thay đổi 12 tháng của lợi suất 10N ở các độ trễ, 2016–2026.

Giả thuyết 5: lãi suất NHTM đi theo lợi suất TPCP ngay như ở Mỹ BÁC BỎ

Hệ số cùng quý chỉ 0,15 với cho vay (không có ý nghĩa thống kê, R^2 0,03) và 0,26 với huy động. Ở Mỹ hệ số là 1,07 ngay trong tháng (R^2 0,77).

Giả thuyết 6: lợi suất TPCP dẫn trước lãi suất NHTM khoảng 2 quý CHẤP THUẬN

Hệ số đạt đỉnh ở độ trễ 2 quý: cho vay 0,58 (R^2 0,45), huy động 0,73 (R^2 0,65), rồi giảm dần sau 4 quý. Kiểm tra chiều ngược lại: chi phí huy động không dẫn trước lợi suất TPCP (hệ số trễ 2 quý -0,42, âm). Lãi suất tiết kiệm 12 tháng niêm yết phản ứng nhanh hơn (tương quan thay đổi 12 tháng cùng kỳ với lợi suất 10N là 0,62), nên phần trễ chủ yếu nằm ở tốc độ tái định giá của tiền gửi và khoản vay hiện hữu.

Giả thuyết 7: NH tư nhân dẫn truyền mạnh hơn NH quốc doanh CHẤP THUẬN

Trễ 2 quý: huy động tư nhân 0,85 so với quốc doanh 0,60; cho vay 0,63 so với 0,51. Nhóm quốc doanh chịu định hướng giữ lãi suất thấp và có nguồn tiền gửi không kỳ hạn rẻ hơn.

Vì sao dẫn truyền ở Việt Nam yếu

- ◆ **Cho vay định giá theo chi phí huy động, không theo TPCP.** Thay đổi lãi suất cho vay thực tế giải thích được 86% bởi thay đổi chi phí huy động cùng quý (hệ số 0,88). TPCP chỉ tác động gián tiếp qua cuộc cạnh tranh huy động vốn.
- ◆ **Khoản vay chủ yếu thả nổi theo lãi suất tiết kiệm cộng biên, điều chỉnh 3–6 tháng một lần.** Không có thị trường vay mua nhà lãi cố định dài hạn gắn với TPCP như ở Mỹ.
- ◆ **Ngân hàng là người mua TPCP cận biên.** BHXH nắm phần lớn nhưng ít giao dịch; ngân hàng (37% lượng nắm giữ) mới là bên quyết định giá hằng ngày. Khi thiếu thanh khoản, ngân hàng bán hoặc ngừng mua TPCP trước, tăng lãi huy động sau. Lợi suất TPCP vì vậy là tín hiệu sớm về thanh khoản hệ thống.
- ◆ **Điều hành hành chính:** trần lãi suất tiền gửi ngắn hạn, trần cho vay lĩnh vực ưu tiên, và định hướng giảm lãi suất cho vay làm chậm phản ứng, nhất là ở NH quốc doanh.

Hệ quả: lãi suất cho vay thực tế còn tăng, NIM bị ép

Quý	Cho vay cùng kỳ 2025	Cho vay theo phương trình	Huy động cùng kỳ 2025	Huy động theo phương trình	Δ lợi suất 10N (trễ 2 quý)
Q3/26	7,62%	8,49%	4,32%	5,51%	+1,18 điểm %
Q4/26	7,61%	8,56%	4,48%	5,77%	+1,31 điểm %

Nguồn: AAS tính theo phương trình trễ 2 quý. Thực tế Q2/2026: cho vay 8,74%, huy động 5,71%.

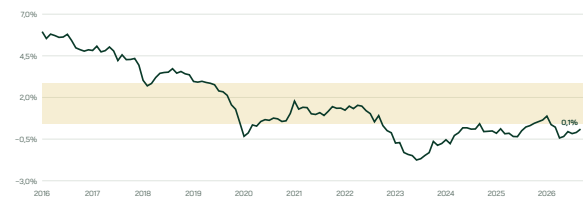
- ◆ Lợi suất 10N đã tăng khoảng 1,2–1,3 điểm % so với cùng kỳ. Theo phương trình, lãi cho vay thực tế Q3–Q4/2026 khoảng 8,5%–8,6% và chi phí huy động 5,5%–5,8%. Q2/2026 thực tế (8,74% và 5,71%) đã cao hơn phương trình, cho thấy cuộc đua huy động vốn còn mạnh hơn mức lợi suất TPCP hàm ý.
- ◆ Vì hệ số của chi phí huy động (0,73) lớn hơn của lãi cho vay (0,58), mỗi 1 điểm % lợi suất TPCP tăng lên làm chênh lệch cho vay – huy động thu hẹp khoảng 0,15 điểm % sau 2 quý; ở NH tư nhân là 0,22 điểm %. Với cổ phiếu ngân hàng, đây là rủi ro NIM cho Q3–Q4/2026.

6 Định giá: TPCP thấp hơn mọi thước đo lãi suất trong nước

Thước đo	Mức hiện tại	Cao hơn TPCP 10N
GDP danh nghĩa 9T/2026	13,09%	+8,56 điểm %
Lãi suất cho vay thực tế NHTM Q2/2026	8,74%	+4,21 điểm %
Lợi suất 10N Mỹ	5,27%	+0,74 điểm %
Chi phí huy động thực tế NHTM Q2/2026	5,71%	+1,18 điểm %
Tiết kiệm 12T niêm yết (trung bình hệ thống)	5,92%	+1,39 điểm %
Lạm phát CPI T9/2026	5,08%	+0,55 điểm %
Lạm phát cơ bản T9/2026	4,45%	–0,08 điểm %

Nguồn: kho AAS; Yahoo Finance; AAS tính. TPCP 10N 4,53% ngày 01/10/2026.

Lợi suất thực 10N (lợi suất – lạm
phát cơ bản)



Nguồn: kho AAS, AAS tính.

Giả thuyết 8: lợi suất thực thấp báo trước lợi suất 10N tăng trong 12 tháng sau

CHẤP THUẬN

2016–2025, 118 tháng: lợi suất thực thấp hơn 1 điểm % thì 12 tháng sau lợi suất 10N cao hơn 0,25 điểm % ($t = -2,7$). Chia ba nhóm: lợi suất thực dưới 0,4% (nhóm thấp, hiện tại 0,10%) có trung vị thay đổi 12 tháng +0,45 điểm %, 68% số lần tăng; trên 2,8% (nhóm cao) trung vị –1,17 điểm %, chỉ 5% số lần tăng. Lưu ý các cửa sổ 12 tháng chồng nhau, số quan sát độc lập ít hơn con số n.

Nhóm lợi suất thực	Số tháng	Δ lợi suất 10N sau 12T: bình quân	Trung vị	Tỷ lệ tăng
thấp	40	+0,10 điểm %	+0,45 điểm %	68%
giữa	39	+0,13 điểm %	–0,04 điểm %	46%
cao	39	–1,16 điểm %	–1,17 điểm %	5%

Nguồn: kho AAS, AAS tính. Ngưỡng nhóm: 0,42% và 2,84%.

7 Phép tính trái phiếu: biên an toàn 0,57 điểm %, chưa đủ để mua

Biên an toàn của toàn bộ TPCP: lợi suất / thời hạn hiệu chỉnh điểm %



Nguồn: kho AAS (định giá từng mã TPCP, cuối tháng, đến 20/08/2026), AAS tính. Bình quân giản đơn các mã đang lưu hành.

Lợi suất 10N thay đổi trong 1 năm	Lợi nhuận 1 năm (ước tính)
-1,0 điểm %	12,81%
-0,5 điểm %	8,58%
Không đổi	4,53%
+0,5 điểm %	0,68%
+1,0 điểm %	-2,98%

Nguồn: AAS tính cho TPCP 10N chuẩn (TD2636024, thời hạn hiệu chỉnh 7,90, độ lỗi 77,4), lợi suất 4,53%; lợi nhuận $\approx$ lợi suất - thời hạn $\times \Delta + \frac{1}{2} \times \text{độ lỗi} \times \Delta^2$, chưa tính hiệu ứng trượt đường cong.

- ◆ Bianco dùng tỷ lệ lợi suất / thời hạn hiệu chỉnh: mức 0,96 điểm % của chỉ số trái phiếu Mỹ là cao nhất từ 2009. Với toàn bộ TPCP Việt Nam, tỷ lệ này là **0,66 điểm %** (20/08/2026), cao thứ 4 trong 80 tháng từ 2020; với TPCP 10N là 0,57 điểm %.
- ◆ Nếu lợi suất 10N tăng thêm 1 điểm % trong năm tới, TPCP 10N lỗ khoảng 3,0%; nếu giảm 1 điểm % thì lãi 12,8%. Ở Mỹ hai con số tương ứng là -1,49% và +12,7%. Lợi suất thấp hơn làm lớp đệm mỏng hơn, nên rủi ro của trái phiếu Việt Nam lệch về phía xấu nhiều hơn.
- ◆ Theo giả thuyết 8, khả năng lợi suất tăng tiếp trong 12 tháng tới cao hơn khả năng giảm.

8 Kết luận: chờ lợi suất thực, không chờ GDP danh nghĩa

"Đây là một lựa chọn theo giá trị... Nếu lợi suất tăng tiếp, tôi sẽ tiếp tục mua."

Jim Bianco, Bloomberg, 10/2026

Bianco mua trái phiếu Mỹ vì lợi suất đã chạm GDP danh nghĩa và biên an toàn cao nhất 17 năm. Việt Nam chưa đạt điều kiện nào: lợi suất 10N thấp hơn GDP danh nghĩa 8,6 điểm %, chỉ ngang lạm phát cơ bản, thấp hơn lợi suất Mỹ, và biên an toàn chỉ 0,57 điểm %. Khác biệt cấu trúc khiến GDP danh nghĩa không phải mốc hợp lý cho Việt Nam; mốc thực dụng là **lợi suất thực**.

GÓC NHÌN AAS RESEARCH: CÁCH HÀNH ĐỘNG

- ◆ **Trái phiếu và tiền gửi:** giữ kỳ hạn ngắn (dưới 2 năm), ưu tiên tiền gửi 12 tháng (5,92%, cao hơn TPCP 1 năm 2,1 điểm %) và chứng chỉ tiền gửi có cam kết mua lại. Chưa mua TPCP 10 năm trở lên.
- ◆ **Điều kiện tăng kỳ hạn:** (1) lợi suất thực 10N vượt 2,8% (với lạm phát cơ bản 4,5%, tương đương lợi suất 10N khoảng 7,3%), hoặc (2) lạm phát cơ bản giảm hai tháng liên tiếp trong khi lợi suất 10N giữ trên 4,5%. Khi đạt một trong hai, tăng kỳ hạn từng phần như Bianco: mua thêm nếu lợi suất tiếp tục tăng.
- ◆ **Cổ phiếu ngân hàng:** lợi suất TPCP dẫn trước lãi suất ngân hàng 2 quý, nên chi phí huy động còn tăng đến hết Q4/2026. Ưu tiên ngân hàng có tỷ lệ tiền gửi không kỳ hạn cao; thận trọng với NH tư nhân phụ thuộc huy động có kỳ hạn.
- ◆ **Cổ phiếu nói chung:** lợi suất thực thấp và GDP danh nghĩa cao là môi trường tốt cho doanh thu danh nghĩa, nhưng chi phí vốn còn tăng. Giữ quan điểm của báo cáo chiến lược Q4/2026: giải ngân từng phần.

Thời điểm	Sự kiện	Theo dõi
Hàng tuần (thứ Tư)	Đấu thầu TPCP của KBNN	Lợi suất trúng thầu 10N (4,43% ngày 30/09) và tỷ lệ trúng thầu; đã phát hành 296 nghìn tỷ, 59% kế hoạch 500 nghìn tỷ
27–28/10/2026	Họp FOMC	Fed giữ 3,75–4,00% hay tăng tiếp; lợi suất 10N Mỹ quanh 5,3%
Đến 30/10/2026	BCTC Q3 các ngân hàng	Chi phí huy động và lãi cho vay thực tế so với phương trình mục 5; NIM
Khoảng 06/11/2026	CPI tháng 10	Lạm phát cơ bản có giảm hai tháng liên tiếp không (điều kiện tăng kỳ hạn)
Hàng ngày	Lãi suất liên ngân hàng, OMO	Qua đêm 7% ngày 30/09 rồi 2,7% ngày 02/10; OMO 4,5%. Liên ngân hàng cao kéo dài báo trước TPCP tăng tiếp
Đầu 01/2027	GDP Q4 và cả năm 2026	GDP danh nghĩa cả năm; mục tiêu tăng trưởng và CPI 2027

Nguồn: lịch công bố của Cục Thống kê, NHNN, KBNN, Cục Dự trữ Liên bang Mỹ. AAS tổng hợp.

AAS | RESEARCH

Nhận định trong báo cáo là quan điểm của AAS Research tại ngày 07/10/2026, dựa trên thông tin công khai và mô hình của AAS. Nhận định không xét đến mục tiêu, tình hình tài chính và khẩu vị rủi ro của từng nhà đầu tư; nhà đầu tư cân nhắc trước khi quyết định và tự chịu trách nhiệm với quyết định của mình. Dự báo có thể khác kết quả thực tế.

THÔNG TIN CÔNG BỐ

- **Cơ sở quan điểm:** quan điểm về kỳ hạn trái phiếu và lãi suất dựa trên các giả thuyết đã kiểm định trong báo cáo (lợi suất thực, lạm phát cơ bản, dẫn truyền sang lãi suất NHTM) trên dữ liệu 2016–2026, sai số chuẩn HAC. AAS xem lại quan điểm khi có số liệu CPI, GDP, BCTC ngân hàng hoặc thay đổi điều hành của NHNN làm thay đổi luận điểm.
- **Phạm vi sử dụng:** báo cáo không phải lời chào mua hay chào bán chứng khoán. Thông tin được thu thập từ nguồn AAS đánh giá là đáng tin cậy nhưng không bảo đảm tuyệt đối chính xác. Không sao chép hoặc phát hành lại khi chưa có đồng ý bằng văn bản của AAS.