

Báo Cáo Trái Phiếu

Báo Cáo Năm 2016

Nội dung

- Tổng hợp
- Thị trường trái phiếu
- Lãi suất

Tran Minh Hoang

+84 4 3936 6425 (ext. 112)

tmhoang@vcbs.com.vn

Nguyen Thuy Duong

+84 4 3936 6425 (ext. 117)

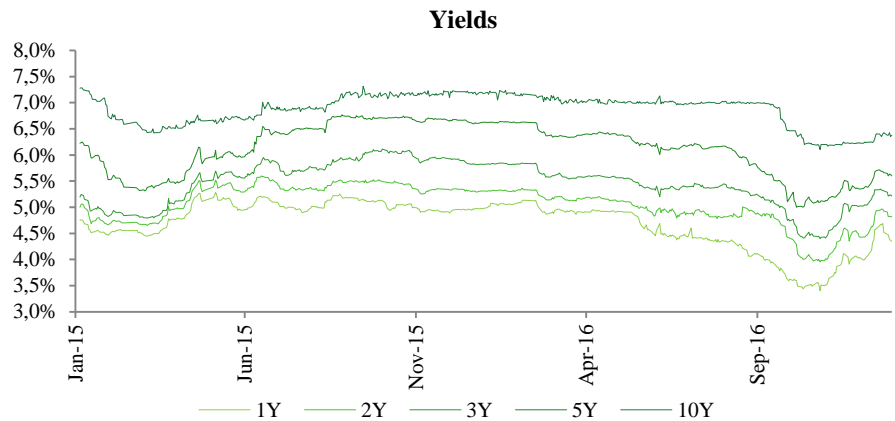
Xem điều khoản sử dụng tại trang 12

Thông tin kinh tế vĩ mô, trái phiếu,
tài chính doanh nghiệp được cập
nhật tại

www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

Tổng Hợp

2016: Thị trường trái phiếu sôi động
Kỳ vọng thị trường tiếp tục sôi động trong năm 2017.
Lợi suất được dự báo đi ngang hoặc giảm nhẹ.
Lợi suất trái phiếu



Nguồn: Bloomberg, VCBS

■ 336.000 tỷ đồng (+19,76% yoy) trái phiếu và tín phiếu được huy động. 1.594.000 tỷ đồng (+75,92% yoy) được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Cả giá trị giao dịch outright và repo đều gia tăng đáng kể.

■ Kho Bạc Nhà Nước công bố kế hoạch phát hành trái phiếu với tổng khối lượng đạt 240.000 tỷ đồng trong năm 2017, tối đa 20% kỳ hạn ngắn và tối thiểu 80% kỳ hạn dài (tập trung vào các kỳ hạn 7 năm- 15 năm).

■ **Lợi suất trái phiếu tăng trong năm 2016.** Theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm và 10 năm lần lượt kết thúc năm ở mức 4,350% (-62,4 bps yoy); 4,825% (-48,7 bps yoy); 5,213% (-60,7 bps yoy); 5,6% (-102,5 bps yoy); 5,813% (-113,7 bps yoy) và 6,375% (-80 bps yoy).

■ Nhà đầu tư nước ngoài mua ròng 12.678 tỷ đồng sau 3 năm bán ròng liên tiếp trên thị trường.

■ **Thị trường trái phiếu được dự báo sẽ tiếp tục sôi động trong năm tới.** Khẩu vị của nhà đầu tư tiếp tục có xu hướng dịch chuyển sang trái phiếu trung và dài hạn. Vì vậy, giao dịch của các trái phiếu ngắn hạn trên thị trường thứ cấp được dự báo sẽ kém sôi động hơn. Chúng tôi cho rằng lợi suất có thể đi ngang hoặc giảm nhẹ. Tuy nhiên, sẽ xuất hiện sự phân hóa giữa các kỳ hạn.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

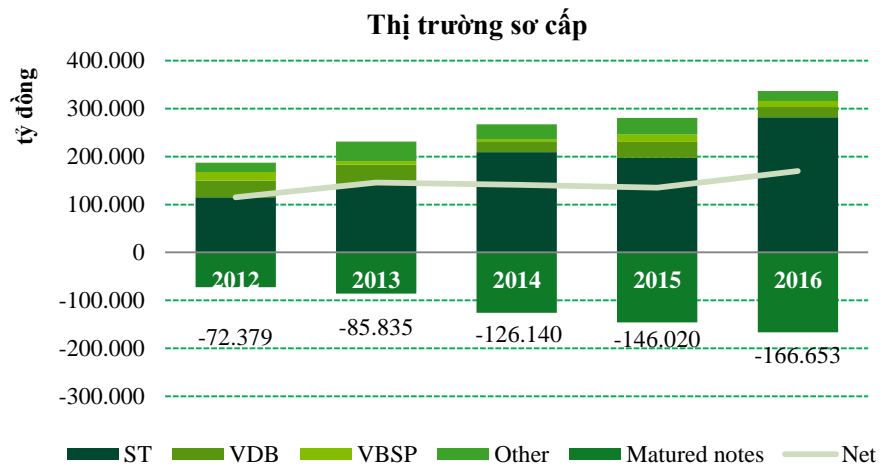
Thị Trường Sơ Cấp

Thị trường sôi động trong nửa đầu năm, tập trung vào kỳ hạn 5 năm

336.000 tỷ đồng (+19,76% yoy) trái phiếu và tín phiếu được huy động.

336.000 tỷ đồng (+19,76% yoy) trái phiếu và tín phiếu được huy động năm 2016. Cụ thể, lượng phát hành của trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước, tín phiếu Kho Bạc Nhà Nước, trái phiếu Ngân Hàng Phát Triển Việt Nam, trái phiếu Ngân Hàng Chính Sách Xã Hội và trái phiếu của các chủ thể khác lần lượt đạt 281.720 tỷ đồng, 19.600 tỷ đồng, 21.479 tỷ đồng, 13.000 tỷ đồng và 500 tỷ đồng. Tỷ lệ đặt thầu trên gọi thầu bình quân đạt 3,4 lần, trong khi tỷ lệ trúng thầu bình quân đạt khoảng 97,4%. Năm 2016 được chia ra làm 3 giai đoạn: (1) Thị trường sôi động trong 6 tháng đầu năm; (2) Và sau đó chững lại trong Quý 3 (3) trước khi hoạt động trầm lắng trong Quý 4. Tuy nhiên, lượng trái phiếu kỳ hạn 30 năm bất ngờ tăng đột biến trong giai đoạn này và trở thành điểm sáng trên thị trường. Nhìn chung, thị trường trong năm vừa qua ghi nhận sự phân hóa, mặc dù vậy các nhà đầu tư tiếp tục có xu hướng chuyển dịch nhiều hơn sang các trái phiếu kỳ hạn dài.

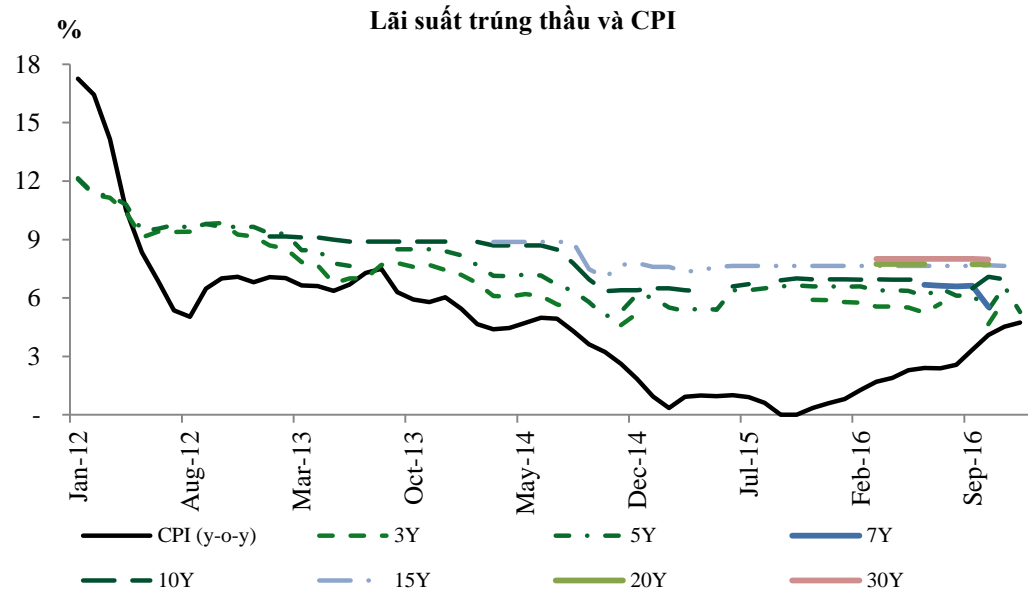
Kèm theo sự tăng trưởng 19,76% của khối lượng phát hành tổng thể, chúng tôi cũng nhìn nhận thấy sự tăng trưởng về nhu cầu đầu tư trái phiếu. Lượng phát hành thực tế trái phiếu trong năm 2016, loại trừ lượng đáo hạn trong năm, tăng mạnh từ 134.000 tỷ trong năm 2015 lên 169.000 tỷ trong 2016. Chúng tôi cho rằng việc tỷ lệ tái đầu tư vào trái phiếu tăng lên do các nguyên nhân sau: (1) Thanh khoản dư thừa từ hệ thống ngân hàng nhờ sự ổn định từ thị trường ngoại hối. Trong đó, những nỗ lực điều tiết của NHNN được hỗ trợ đặc lực bởi nguồn cung ngoại tệ dồi dào. Kết thúc năm 2016, dự trữ ngoại hối của Việt Nam đạt mức kỷ lục 41 tỷ USD. Thêm vào đó, (2) Thông tư 06 quy định tăng giới hạn tỷ lệ đầu tư tối đa của định chế tài chính nước ngoài từ 15% lên 35% đối với các khoản huy động ngắn hạn.



Nguồn: HNX, VCBS

Biến động của lãi suất trúng thầu có sự khác biệt rõ rệt giữa các nhóm kỳ hạn. Các kỳ hạn dài (20 năm và 30 năm) dao động trong biên hẹp, đi ngang đến cuối Quý 3 sau đó giảm nhẹ và tương đối ổn định đến hết năm. Trái phiếu 5 năm có biên độ dao động rộng hơn khi giảm nhẹ từ Quý 1 sau đó giảm mạnh tạo đáy vào cuối Quý 3 rồi bật tăng trở lại đầu Quý 4. Kỳ hạn 7 năm dao động tăng nhẹ vào Quý 2 và sau đó giảm mạnh dần về cuối năm do thu hút được lực cầu tốt hơn. Diễn biến này cho thấy mỗi quan tâm của thị trường cũng như thanh khoản nói

chung đang có xu hướng cải thiện ở những kỳ hạn dài hơn.



Nguồn: HNX, VCBS

Kế hoạch phát hành trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước năm 2016:

Khối lượng trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước được phát hành trên thực tế đã vượt so với kế hoạch phát hành ban đầu. Hầu hết các kỳ hạn đều hoàn thành mục tiêu khối lượng phát hành ngoại trừ kỳ hạn 20 năm với chỉ 66% hoàn thành kế hoạch. Các kỳ hạn 3 năm, 5 năm và 30 năm đã vượt kế hoạch đề ra trong năm 2016. Cụ thể, bất chấp việc khối lượng phát hành đã tăng đáng kể so với 2015, trái phiếu kỳ hạn 5 năm phát hành thành công vẫn vượt kế hoạch 3,46%.

Kỳ hạn phát hành bình quân tăng từ 6,98 năm trong năm 2015 lên 8,74 năm trong năm 2016. Con số này thể hiện Chính phủ đang đi đúng hướng trong quá trình tái cấu trúc và kéo dài áp lực chi trả các khoản nợ công trong ngắn hạn.

Kỳ hạn	Kế hoạch	Đã phát hành	Tỷ lệ hoàn thành
3Y	25,000	25,142	100.57%
5Y	157,000	162,424	103.46%
7Y	30,000	25,695	85.65%
10Y	9,000	7,978	88.64%
15Y	35,000	31,727	90.65%
20Y	5,000	3,314	66.28%
30Y	20,000	25,468	127.34%
Total	281,000	281,750	100.27%

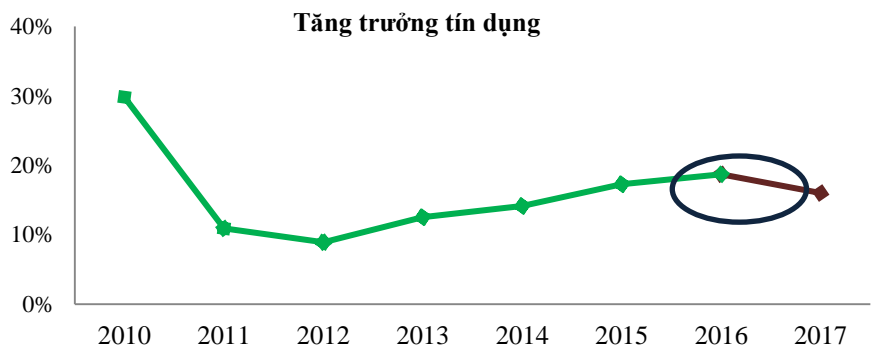
Source: HNX, VCBS

Triển vọng kinh tế vĩ mô năm 2017:

- Chúng tôi chưa nhìn nhận thấy các động lực tăng trưởng mới cho nền kinh tế để có thể theo đuổi mục tiêu tăng trưởng GDP 6,7%. Trong khi đó, với những biến

động lớn về chính trị trên thế giới trong năm 2016 trong khi triển vọng của nhiều nền kinh tế lớn trên thế giới trong 2017 chưa thực sự sáng sủa, chúng tôi không kỳ vọng vào sự bứt phá mạnh của xuất khẩu cũng như khối FDI trong năm tới. Thay vào đó, tốc độ tăng trưởng của khối này nhiều khả năng sẽ tiếp tục được duy trì như hiện tại. Như vậy, bên cạnh xuất khẩu với đóng góp chính từ các doanh nghiệp FDI, **nỗ lực đẩy mạnh đầu tư công, các hoạt động chi đầu tư phát triển và khai thác tài nguyên thiên nhiên, chủ yếu là dầu thô, sẽ tiếp tục đóng vai trò quan trọng trong việc giúp nền kinh tế duy trì đà tăng trưởng. Chúng tôi đánh giá GDP năm 2017 tăng khoảng 6,3% – 6,5%.**

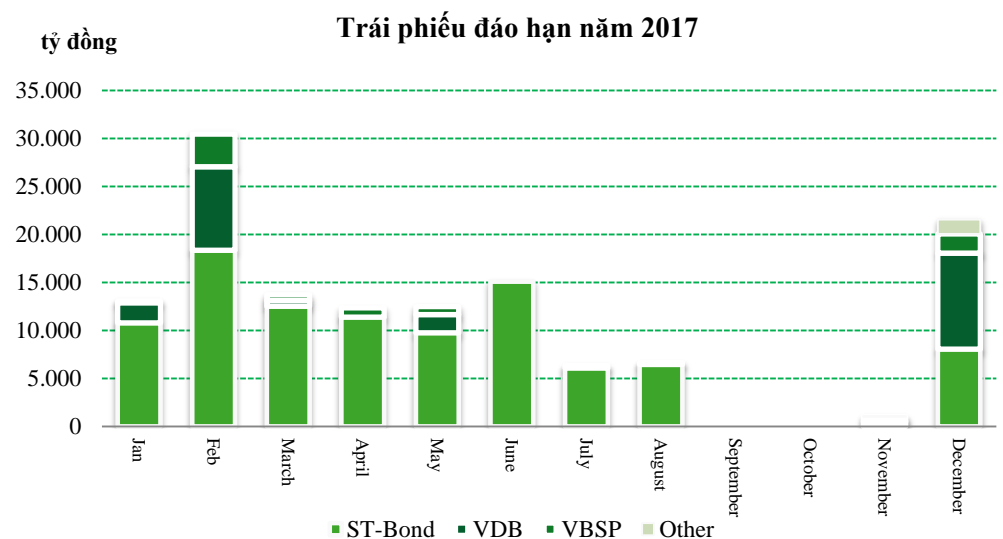
- Với dự báo về việc cầu tiêu dùng sẽ chưa bứt phá, chúng tôi đánh giá diễn biến điều chỉnh giá của các mặt hàng thiết yếu tiếp tục là yếu tố hàng đầu ảnh hưởng đến lạm phát toàn phần của năm 2017. Đầu tiên phải kể đến áp lực từ việc giá hàng hóa nguyên liệu, đặc biệt là dầu thô, trên thế giới có xu hướng phục hồi trở lại. Tuy nhiên, sau khi đã tăng khá mạnh vào cuối năm 2016, chúng tôi không kỳ vọng vào một kịch bản tương tự sẽ lặp lại trong năm 2017 mà thay vào đó, nếu có, sẽ là một sự phục hồi nhẹ trong bối cảnh sức cầu nói chung chưa khởi sắc do triển vọng kinh tế thế giới vẫn tương đối ảm đạm. Trong khi đó, từ phía trong nước, lộ trình tăng giá Dịch vụ y tế và Giáo dục sẽ tiếp tục diễn ra theo lộ trình và ảnh hưởng mạnh lên CPI. Mặc dù vậy, yếu tố này hoàn toàn nằm trong tầm kiểm soát cũng như sự chủ động của Chính phủ. Tổng hợp các yếu tố, chúng tôi cho rằng Chính phủ vẫn còn dư địa điều hành và kiểm soát lạm phát và mục tiêu lạm phát dưới 5% nhiều khả năng sẽ đạt được. **Tỷ lệ lạm phát cả năm 2017 dự báo vào khoảng 4% - 4,5%.**
- Triển vọng **nguồn cung ngoại tệ dồi dào sẽ giúp NHNN có thể chủ động hơn trong việc điều hành và bình ổn thị trường khi cần thiết nhằm đảm bảo nhiều mục tiêu quan trọng** như (1) sự ổn định của nền kinh tế; (2) đảm bảo sức hấp dẫn của Việt Nam với dòng vốn đầu tư; (3) tiếp tục duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng và (4) nợ công ở mức giới hạn cho phép. Theo đó, **chúng tôi dự báo mức giảm giá của VND trong năm 2017 sẽ vào khoảng 2% - 4%.**
- Chúng tôi đặt ra mục tiêu thận trọng với mục tiêu tăng trưởng tín dụng 16% - thấp hơn mức kế hoạch được đặt ra trong năm nay là 18% với các lý do sau: (1) tỷ lệ (CAR) ngành Ngân hàng đã giảm xuống mức tối thiểu cho phép trong khi các Ngân hàng đang gặp khó khăn trong việc thu hút vốn; (2) Đầu tư nội địa không có nhiều cải thiện; (3) Nhiều Ngân hàng vẫn đang trong quá trình tái cấu trúc và thắt chặt nhu cầu mở rộng tín dụng.



Nguồn: NHNN, VCBS

Kế hoạch phát hành trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước năm 2017:

Kho Bạc Nhà Nước công bố kế hoạch phát hành trái phiếu với tổng khối lượng đạt 240.000 tỷ đồng trong năm 2017 với tối đa 20% trái phiếu phát hành tại các kỳ hạn ngắn và 80% còn lại tại các kỳ hạn dài (tập trung chủ yếu kỳ hạn 7 năm- 15 năm). Tổng khối lượng phát hành thực tế sẽ suy giảm so với 281.000 tỷ đồng của năm nay. Trong năm vừa qua, các nhà đầu tư đã dần dịch chuyển khẩu vị đầu tư từ trái phiếu ngắn hạn sang các nhóm trái phiếu trung hạn. Thị trường chứng kiến nhu cầu tăng tại các kỳ hạn 7 năm- 15 năm trong khi năm ngoái nhu cầu nhà đầu tư tập trung ở kỳ hạn 5 năm. Xét tới việc khối lượng đáo hạn sẽ suy giảm từ 166.000 tỷ trong năm 2016 xuống 134.000 tỷ đồng trong năm 2017, áp lực phát hành sẽ không lớn như năm 2016. Chúng tôi cho rằng nhu cầu phát hành thực tế trong năm tới sẽ phụ thuộc rất lớn vào nhu cầu thị trường.



Nguồn: HNX, VCBS

Bộ Tài Chính đã chính thức thông báo kế hoạch phát hành trong Quý 1 với 65.000 tỷ đồng, tập trung vào kỳ hạn 5 năm khi kỳ hạn này chiếm tới hơn 46% tổng khối lượng mục tiêu. Chúng tôi đánh giá kế hoạch này hoàn toàn có thể đạt được khi (1) lượng trái phiếu đáo hạn trong Quý 1 là 41.692 tỷ đồng, tăng đáng kể so với cùng kỳ năm ngoái và (2) thanh khoản được cải thiện khi lượng tiền nhàn rỗi trở lại hệ thống sau kỳ nghỉ Tết. Vì vậy, chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ không chịu nhiều áp lực tăng ít nhất trong nửa đầu năm.

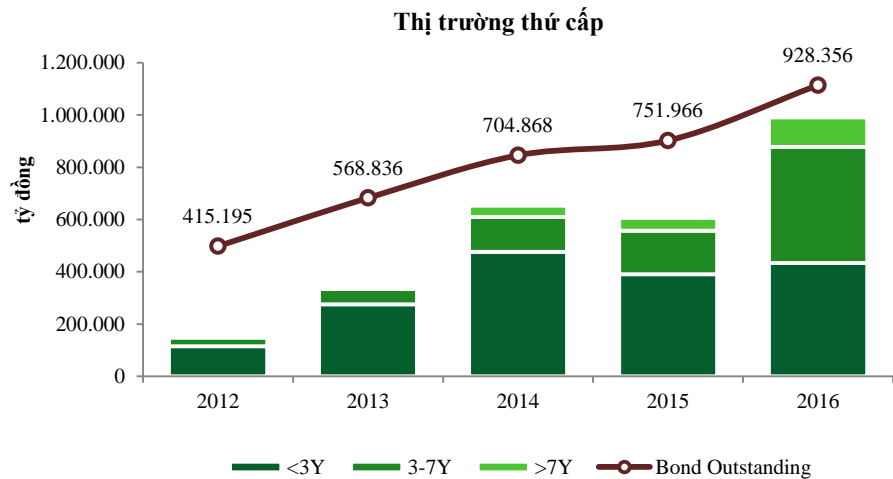
Kỳ hạn	Kế hoạch trong Quý 1.2017
3 năm	3,000
5 năm	30,000
7 năm	10,000
10 năm	3,000
15 năm	8,000
20 năm	5,000
30 năm	6,000
Tổng khối lượng	65,000

Thị Trường Thứ Cấp

Giá trị giao dịch tăng tại cả Outright và repo. Lợi suất giảm.

1.594.000 tỷ đồng (+75,92% yoy) được giao dịch trên thị trường thứ cấp.

1.594.000 tỷ đồng (+75,92% yoy) được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Cụ thể, giá trị giao dịch outright nhảy vọt 991.000 tỷ đồng (+63,42% yoy) trong khi giá trị giao dịch repo cũng tăng mạnh lên 603.000 tỷ đồng (+101,1% yoy). Trái phiếu kỳ hạn ngắn chiếm hơn 43% tổng giá trị giao dịch outright, trong khi trái phiếu ngắn hạn và dài hạn lần lượt chiếm 47% và 8%. Mặt khác, giao dịch repo thực sự sôi động và lợi suất repo có xu hướng tăng vào cuối năm. Tính chung lại, tỷ suất giao dịch trung bình ngày tăng từ 0,34% trong năm 2015 lên 0,52% trong năm 2016 cho thấy thị trường đã trở nên sôi động hơn.

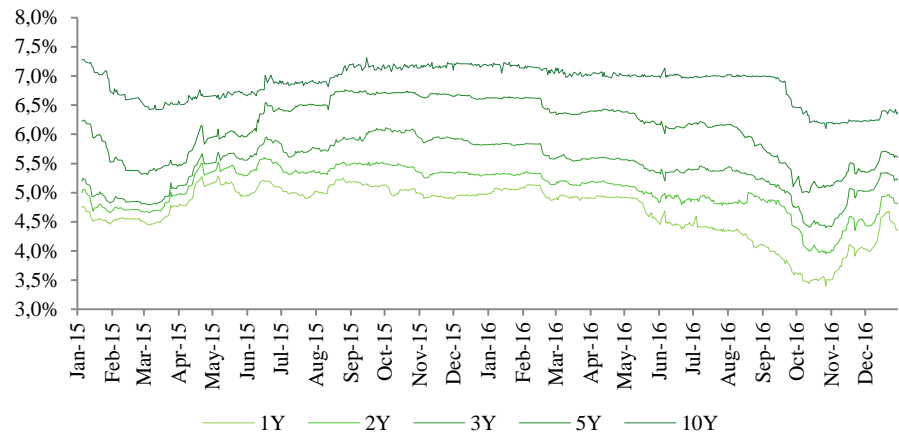


Nguồn: HNX, VCBS

Lợi suất trái phiếu giảm trong năm 2016. Theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm và 10 năm lần lượt kết thúc năm ở mức 4,350% (-62,4 bps yoy), 4,825% (-48,7 bps yoy), 5,213% (-60,7 bps yoy), 5,6% (-102,5 bps yoy), 5,813% (-113,7 bps yoy) and 6,375% (-80 bps yoy).

Lợi suất trái phiếu dao động trong biên độ hẹp vào nửa đầu năm 2016. Sau đó, nhờ lượng thanh khoản dồi dào trong hệ thống mà lợi suất đã giảm mạnh. Tuy vậy, nhiều biến động bất ngờ trên thị trường thế giới cùng với yếu tố thời vụ khiến lợi suất bật tăng trở lại sau thời gian dài đi xuống. Lợi suất có dấu hiệu tạo đáy trong tháng 10.

Lợi suất trái phiếu



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Triển vọng thị trường Trái phiếu năm 2017

Năm 2017 sẽ là năm thử thách đối với thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, cơ hội đầu tư vẫn hiện hữu.

Trong Quý 1 và cả trong nửa đầu năm 2017, thị trường trái phiếu nhiều khả năng sẽ vẫn tiếp tục diễn biến sôi động phần nhiều dựa trên lượng thanh khoản sẽ tiếp tục dồi dào trong khoảng thời gian này. Lý do đến từ (1) nguồn cung ngoại tệ được kì vọng sẽ vẫn được giữ ở mức dư thừa; (2) biến động tỷ giá không quá đột biến; (3) Thêm vào đó, nếu loại trừ yếu tố mùa vụ và nhờ sự hỗ trợ từ phía NHNN, chúng tôi cho rằng áp lực lên lãi suất ở thời điểm này sẽ không nhiều. Vì vậy, các nhà đầu tư trái phiếu có thể sẽ quay trở lại thị trường sau Tết khi hiệu ứng mùa vụ qua đi.

Tuy nhiên, vào nửa cuối năm 2017, các hoạt động của trái phiếu có thể sẽ suy giảm do:

(1) Tỷ giá có khả năng sẽ dao động trong khoảng từ 2%-4% vì (i) quyết định tăng lãi suất 3 lần trong năm 2017 của FED, so với 1 lần duy nhất trong năm 2016; (2) rủi ro tiềm ẩn từ những quy định mới của tổng thống Donald Trump; (iii) rủi ro từ “Brexit cứng” và khả năng các quốc gia khác có thể tiếp bước nước Anh và rời khỏi liên minh Châu Âu.

(2) Dự báo mức tăng trưởng tín dụng và GDP của 2017 được giữ ở mức tương tự như năm 2016 (GDP: 6,3%-6,5% và mức tăng trưởng tín dụng được dự báo sẽ giữ vững ngưỡng 16% [\(Xem chi tiết tại Báo cáo triển vọng 2017\)](#) Yếu tố nội tại này có thể cùng với các rủi ro trên thị trường thế giới và tạo nên áp lực lên lãi suất, dẫn đến thanh khoản giảm dần.

2017 sẽ là một năm đầy thử thách đối với thị trường trái phiếu. Tuy nhiên, NHNN sẽ tiếp tục điều tiết và giữ thanh khoản thị trường ở mức ổn định, **chúng tôi cho rằng sẽ vẫn tồn tại những cơ hội đầu tư hấp dẫn**

Lợi suất trái phiếu được dự báo đi ngang trong năm 2017. Tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa giữa các kỳ hạn.

Triển vọng về lợi suất trong năm 2017

Năm 2017, thanh khoản hệ thống ngân hàng sẽ tiếp tục là yếu tố chủ chốt ảnh hưởng tới thị trường trái phiếu. Với kỳ vọng (1) nguồn cung ngoại tệ vẫn dồi dào; (2) rủi ro tỷ giá được giữ ở mức hợp lý và (3) định hướng của NHNN về việc giữ lãi suất ở mức thấp, do vậy lượng thanh khoản trong hệ thống (không bao gồm các yếu tố mùa vụ) khả năng cao sẽ vẫn được giữ ở mức ổn định và dư thừa. Vì vậy chúng tôi dự báo, lợi suất có xu hướng đi ngang hoặc giảm nhẹ trong giai đoạn tới. Tuy nhiên, sẽ có sự phân hóa giữa các kỳ hạn. Lợi suất trái phiếu 5 năm sẽ có xu hướng giảm thêm so với mức đáy trong năm 2016 khi lợi suất hiện tại đang khá sát với lạm phát thực tế và lạm phát kỳ vọng trong dài hạn. Trong khi đó, thanh khoản thị trường và nhu cầu của nhà đầu tư có thể chuyển hướng nhiều hơn sang các kỳ hạn 7 năm-15 năm. Điều này có thể tạo ra sự giãn nở về khoảng cách lợi suất giữa các kỳ hạn.

Chênh lệch giữa lợi suất kỳ vọng của trái phiếu kỳ hạn 1 năm cơ hợp đáng kể so với giai đoạn năm 2015.

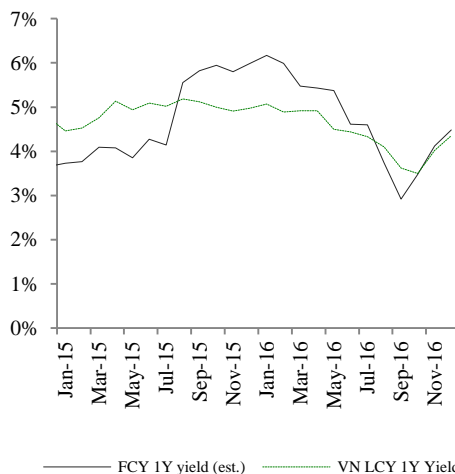
Lợi thế cạnh tranh giữa đầu tư VND và USD

Trong năm 2016, sự chênh lệch giữa lợi suất kỳ vọng và thực tế của trái phiếu Việt Nam so với thị trường quốc tế thu hẹp đáng kể so với năm 2015. Điều này có thể được lý giải bởi các nguyên nhân sau:

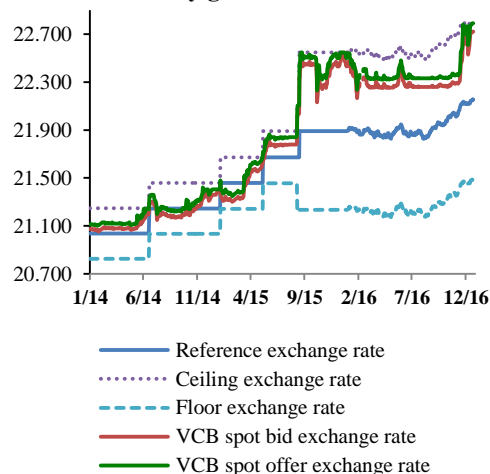
Chính sách tỷ giá mới từ NHNN đã góp phần không nhỏ vào nỗ lực điều tiết tỷ giá bình ổn nhu cầu thị trường. Cụ thể, bất chấp một số diễn biến bất lợi từ thị trường quốc tế, tỷ giá tiếp tục ổn định trong năm 2016. Mức độ mất giá của VND trong năm vừa qua không quá lớn. Thêm vào đó, tỷ lệ dự trữ ngoại hối trong năm 2016 đạt mức kỉ lục 41 tỷ USD. Như vậy, sức hấp dẫn của tiền đồng đã tăng đáng kể so với giai đoạn trước.

Trong năm 2017, áp lực tỷ giá có thể gia tăng trở lại do các nguyên nhân (1) đồng USD mạnh lên do các yếu tố (i) kinh tế Mỹ tiếp đà hồi phục (ii) FED quyết định đẩy nhanh lộ trình tăng lãi suất so với năm 2016 và (2) sự mất giá của các đồng tiền chủ chốt khác so với USD. Mặc dù vậy, NHNN sẽ tiếp tục nỗ lực điều tiết nguồn cung-cầu ngoại tệ trên thị trường như đã thực hiện trong năm 2016. Vì vậy, khoảng cách giữa lợi suất kỳ vọng và thực tế của trái phiếu Việt Nam so với thị trường quốc tế có thể giãn ra ở mức độ vừa phải trong năm tới

Lợi suất Real vs. Est. 1Y yields



Tỷ giá USD/VND

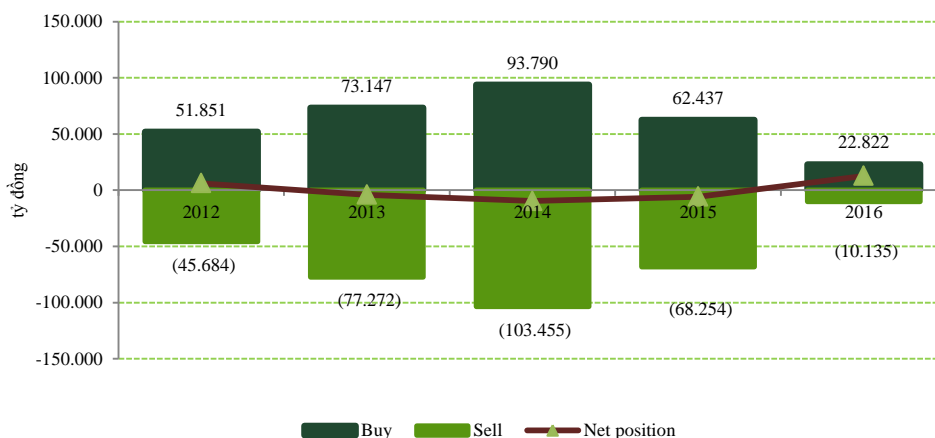


Khối ngoại mua ròng 12.678 tỷ đồng trong năm 2016 sau 3 năm bán ròng liên tiếp

Sau 3 năm bán ròng liên tục, khối ngoại bán ròng 12,687 tỷ đồng trong năm 2016. Thị trường trái phiếu đã trở nên hấp dẫn hơn trong mắt các nhà đầu tư nước ngoài do: (1) Ngân hàng Nhà nước ban hành Thông tư 06/2016 sửa đổi đã giúp các nhà đầu tư nước ngoài có thêm dư địa để đầu tư, kinh doanh trái phiếu Chính phủ (TPCP) bằng cách hướng tới việc tăng tỷ lệ mua, đầu tư vào TPCP so với nguồn vốn ngắn hạn của chi nhánh ngân hàng nước ngoài (từ 15% đến 35%); (2) tỷ giá ổn định và (3) thanh khoản dồi dào.

Đầu năm 2017, tỷ giá sẽ hạ nhiệt dần do tác động từ hiệu ứng mùa vụ sẽ kết thúc. Chúng tôi cho rằng việc tỷ giá hối đoái ổn định sẽ là nhân tố chính trong hoạt động của khối ngoại. Tuy nhiên, do nhiều rủi ro từ phía thị trường quốc tế trong năm 2017, thị trường có thể chứng kiến một số giai đoạn trầm lắng khi mà nhà đầu tư nước ngoài cần thời gian để đánh giá lại rủi ro trước các tin tức bất thường trên thị trường thế giới.

Giao dịch của nhà đầu tư nước ngoài



Nguồn: HNX, VCBS

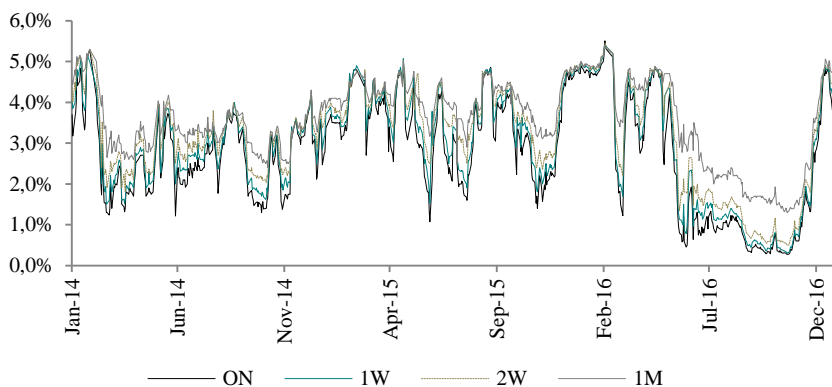
Lãi Suất

Lãi Suất Liên Ngân Hàng

Biến động lãi suất liên ngân hàng khá nhạy cảm với diễn biến tỷ giá và thị trường trái phiếu

Lãi suất liên ngân hàng trong năm qua luôn nhạy cảm với thị trường ngoại tệ. Theo các quan sát tại dữ liệu lịch sử, lãi suất này thường tăng cao vào thời điểm điều chỉnh tỷ giá và sau đó dần hạ nhiệt. Các mốc đỉnh đáy trong 52 tuần đối với lãi suất liên ngân hàng ở các kỳ vọng từ qua đêm đến 1 tháng được ghi nhận ở 5,5%-0,271%, 5,425%-0,307%, 5,46%-0,5%, 5,4%-1,3% và 5,267%-3,15%.

Với thử thách về mục tiêu tăng trưởng tín dụng, kế hoạch phát hành trái phiếu và áp lực từ thị trường ngoại tệ, lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng kiểm định lại ngưỡng 5% trong năm 2017. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục có những động thái cần thiết nhằm ổn định thanh khoản hệ thống. Theo đó, lãi suất liên ngân hàng có thể chứng kiến các nhịp biến động mạnh trong năm 2017.



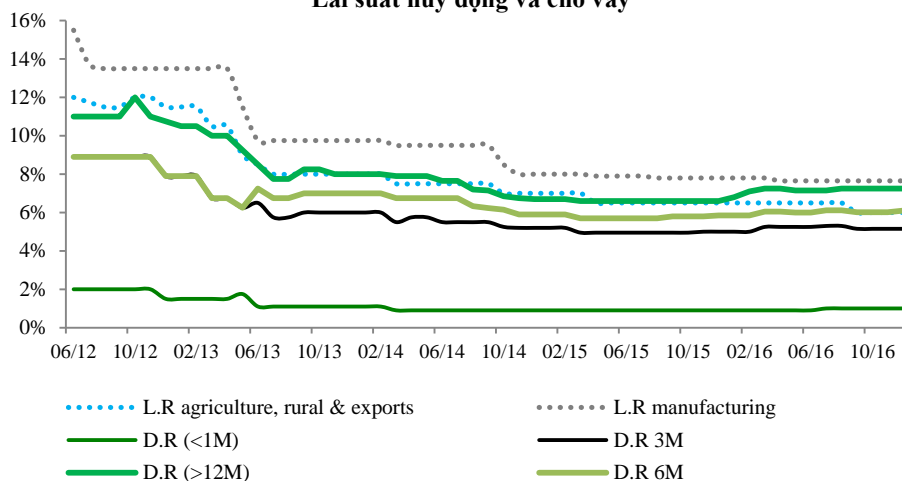
Nguồn: Bloomberg, VCBS

Lãi Suất Huy Động và Cho Vay

Lãi suất huy động và cho vay tương đối ổn định

Trong năm 2016, mặt bằng lãi suất huy động tăng nhẹ so với năm 2015 khoảng vài chục điểm cơ bản tùy từng kỳ hạn từ ngắn đến trung và dài hạn, trong đó có hai đợt điều chỉnh tương đối rõ vào Quý 1 và cuối Quý 4. Đến cuối năm 2016, lãi suất huy động các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng phổ biến trong khoảng 4,3% - 5,5%/năm, từ 6 tháng đến dưới 12 tháng trong khoảng 5,3% - 7%/năm, từ 12 tháng trở lên trong khoảng 6,5% - 8%/năm. Chúng tôi nhận thấy nguyên nhân chính của việc tăng lãi suất trong Quý 1.2016 đến từ một số diễn biến của hệ thống ngân hàng kéo theo nhu cầu tăng cường huy động vốn. Có thể kể đến như (i) tăng trưởng huy động (13,59% trong năm 2015) thấp hơn tăng trưởng tín dụng (17,3% trong năm 2015) kéo theo tỷ lệ LDR của một số ngân hàng tại thời điểm này ở mức khá cao. (ii) Thông tư 06 sửa đổi một số điều Thông tư 36 theo hướng thắt chặt hơn quy định về tỷ lệ vốn ngắn hạn để cho vay trung và dài hạn.

Lãi suất huy động và cho vay



Đối với đợt điều chỉnh tăng nhẹ lãi suất vào cuối Quý 4, ngoài cạnh tranh huy động vốn như kể trên, mặt bằng lãi suất huy động còn chịu thêm áp lực từ việc (1) tỷ giá nóng lên sau bầu cử Mỹ và quyết định tăng lãi suất trong tháng 12 của FED và (2) yếu tố mùa vụ với việc tăng trưởng tín dụng gia tốc về cuối năm cũng như nhu cầu đảm bảo thanh khoản của các ngân hàng xung quanh thời điểm cuối năm Dương lịch và Tết Nguyên đán. Mặc dù lãi suất huy động tăng nhẹ nhưng lãi suất cho vay trong năm 2016 khá ổn định và ít biến động. Theo NHNN, mặt bằng lãi suất cho vay phổ biến đối với các lĩnh vực ưu tiên ở mức 6%-7%/năm

đối với ngắn hạn và 9%-10%/năm đối với trung và dài hạn. Lãi suất cho vay các lĩnh vực sản xuất kinh doanh thông thường ở mức 6,8%-9%/năm đối với ngắn hạn; 9,3%- 11%/năm đối với trung và dài hạn. Đối với nhóm khách hàng tốt, tình hình tài chính lành mạnh, minh bạch, lãi suất cho vay từ 4%-5%/năm.

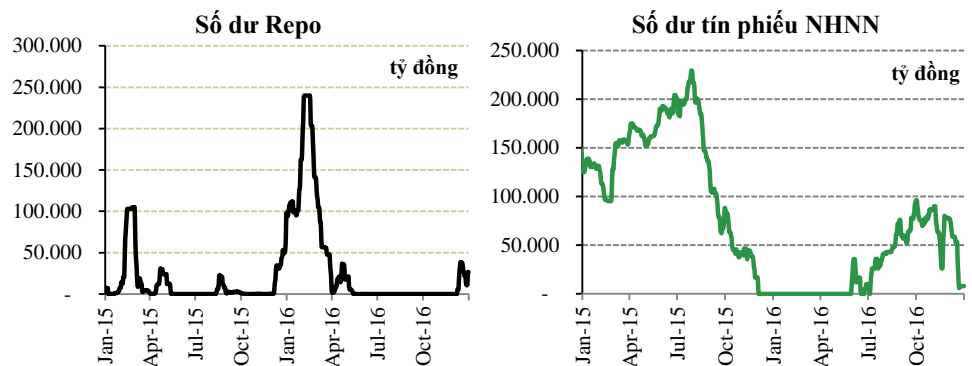
Trong năm 2017, mặt bằng lãi suất sẽ vẫn tiếp tục chịu áp lực với (1) những vấn đề còn tồn tại trong hệ thống ngân hàng như kể trên kéo theo việc cạnh tranh huy động và (2) những biến động trên thị trường thế giới, đặc biệt là lộ trình tăng lãi suất của FED đi cùng rủi ro tỷ giá. Theo đó chúng tôi đánh giá lãi suất sẽ rất khó giảm thêm. Ở chiều ngược lại, trong bối cảnh (1) lạm phát trong tầm kiểm soát như phân tích ở phần trên; (2) biến động của thị trường ngoại hối và việc giảm giá của VND ở mức hợp lý như kỳ vọng và (3) triển vọng nguồn cung ngoại tệ ở mức ổn định và dồi dào tiếp tục hỗ trợ thanh khoản của hệ thống, chúng tôi cho rằng NHNN vẫn còn dư địa để điều tiết thị trường và giải tỏa các áp lực lên lãi suất.

Theo đó, chúng tôi cho rằng, mục tiêu duy trì mặt bằng lãi suất thấp ở mức hợp lý để hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ và NHNN là có thể đạt được. Chúng tôi dự báo mặt bằng lãi suất năm 2017 sẽ tương đối ổn định và chỉ biến động nhẹ quanh mức cuối năm 2016, mức tăng nếu có sẽ không quá 50 điểm cơ bản (0,5%) và trần lãi suất 5,5%/năm đối với các kỳ hạn ngắn dưới 6 tháng nhiều khả năng sẽ được đảm bảo.

Thị Trường Mở

Cung tiền được điều tiết nhịp nhàng, phù hợp với yếu tố mùa vụ và điều kiện thị trường.

Ngân Hàng Nhà Nước Việt Nam đã tiếp tục có một năm thành công trong việc điều tiết thị trường tiền tệ. Các động thái và quyết định được đưa ra phù hợp với yếu tố mùa vụ và điều kiện thị trường trong năm. Trong khi lãi suất repo duy trì ổn định ở 5%, thì lãi suất tín phiếu NHNN dao động trong biên độ hẹp và kết thúc năm 2016 lần lượt ở 1,75%; 2,5% và 3,99% cho các kỳ hạn 7 ngày, 14 ngày và 28 ngày. Trong khi đó các kỳ hạn reverse repo cũng được nới lỏng linh hoạt trong năm như các kỳ hạn 7 ngày, 14 ngày, 28 ngày, 42 ngày và 56 ngày trong năm. Khối lượng còn lại tại của reverse repo và tín phiếu NHNN được ghi nhận ở mức 25.556 và 8.000 tỷ đồng trong năm 2016. Trong năm 2017, chúng tôi cho rằng NHNN sẽ tiếp tục điều hành hiệu quả thị trường tiền tệ, qua đó, hỗ trợ thanh khoản hệ thống.



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Hết.

Phụ Lục

Thị Trường Sơ Cấp

Năm	ST	VDB	VBSP	Khác	Tổng	Đáo Hạn	Net
2006	19.674	8.240		500	28.414	-	2006
2007	35.628	18.775		400	54.803	-	2007
2008	19.862	26.647		1.200	47.709	-	2008
2009	2.210	5.866	2.000	1.964	12.040	6.204	2009
2010	57.727	35.457	9.000	1.376	103.560	37.886	2010
2011	62.242	34.975	9.297	1.000	107.514	44.471	2011
2012	134.426	36.570	17.730	4.810	193.536	69.279	2012
2013	181.011	40.000	7.380	8.350	236.741	83.100	2013
2014	235.397	23.243	4.702	7.100	270.442	134.410	2014
2015	238.280	32.994	14.949	7.500	293.723	246.616	2015
2016	831.220	139.242	19.482	1.283	991.228	-	2016

Thị Trường Thứ Cấp

Năm	<3Y	3-7Y	>7Y	Repo	Tổng	Số dư trái phiếu
2012	82.611	61.046	18.530	50.289	212.476	415.195
2013	209.964	115.911	14.811	76.280	416.966	568.836
2014	334.009	273.209	45.382	247.077	899.677	704.868
2015	303.757	246.292	56.499	299.994	906.542	751.966
2016	433.305	444.715	113.207	603.520	1.594.748	928.356

*Số dư trái phiếu được ghi nhận vào ngày cuối cùng của năm

Thị Trường Mở

Tháng	Reverse Repo				Outright (SBV Bills)			
	Due	Offer	Balance	Số dư	Due	Offer	Balance	Số dư
3/2016	143.535	13.254	-130.281	5.632	0	0	0	0
4/2016	55.332	69.179	13.847	19.479	0	0	0	0
5/2016	24.819	5.351	-19.468	11	0	15.998	15.998	15.998
6/2016	11	0	0	0	40.697	34.698	-5.999	9.999
7/2016	0	0	0	0	45.999	76.999	31.000	41.000
8/2016	0	0	0	0	94.999	129.998	35.000	75.999
9/2016	0	0	0	0	139.999	159.998	20.000	95.999
10/2016	0	0	0	0	172.999	163.000	-9.999	86.000
11/2016	0	0	0	0	141.889	133.999	-7.890	78.110
12/2016	42.285	68.840	26.556	26.556	78.110	8.000	-70.110	8.000

Trái Phiếu Đáo Hạn 2017

Tháng	ST	VDB	VBSP	Khác	Tổng
1/2017	10.792	2.100	200		13.092
2/2017	18.370	8.700	3.400		30.470
3/2017	12.530	600	600		13.730
4/2017	11.395	0	950		12.350
5/2017	9.750	1.900	850		12.500
6/2017	15.092	0	0		15.092
7/2017	6.090	0	250		6.340
8/2017	6.445	0	200	0	6.645
9/2017	0	0	0	0	0
10/2017	0	0	0	0	0
11/2017	0	520	500	60	1.080
12/2017	8.070	9.990	2.000	1.500	21.560
Tổng	98.535	23.810	8.950	1.560	132.855

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 cho sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Kinh tế trưởng

Phó trưởng phòng Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Nguyễn Thùy Dương

Chuyên viên Phân tích

Lê Thu Hà

Chuyên viên Phân tích

ltha_ho@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<http://www.vcbs.com.vn>

Trụ sở chính Hà Nội	Tầng 12 & 17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội ĐT: (84-4) 39366990- Số máy lẻ: 140/143/144/149/150/151
Chi nhánh Hồ Chí Minh	Lầu 1 & 7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208166 - Số máy lẻ: 104/106
Chi nhánh Đà Nẵng	Tầng 12, số 135 Nguyễn Văn Linh, Phường Vĩnh Trung, Quận Thanh Khê, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	Tầng 3, Tòa nhà V6, Plot V, Khu đô thị mới Him Lam, Số 23 Nguyễn Hữu Thọ, Phường Tân Hưng, Q7, TP Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-4) 3726 5551
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Văn phòng Đại diện An Giang	Tầng 7, Tòa nhà Vietcombank An Giang, 30 – 32 Đường Hai Bà Trưng, Phường Mỹ Long, TP. Long Xuyên, T. An Giang ĐT: (84-76)-3949843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	Tầng 1 & 2, số 79 Hưng Đạo Vương, khu phố 4, Phường Trung Dũng, TP. Biên Hòa, Đồng Nai. ĐT: (84-61)-3918815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng ĐT: (+84-31) 382 1630
Văn phòng đại diện Bình Dương	Tầng 3, Số 516 Cách Mạng Tháng Tám, Phường Phú Cường, Thành phố Thủ Dầu Một, Tỉnh Bình Dương ĐT: (+84-650) 385 5771