

Báo Cáo Trái Phiếu

Báo Cáo Năm 2018

Nội dung

- Tổng hợp
- Thị trường trái phiếu
- Lãi suất

Lê Thu Hà

+84 24 39366990 (ext. 7182)

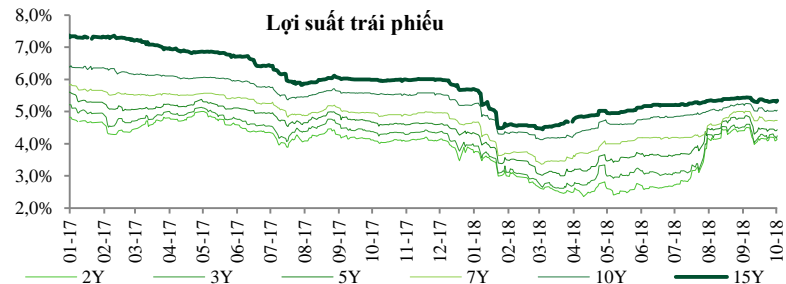
ltha_ho@vcbs.com.vn

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



Nguồn: Bloomberg, VCBS

■ **192.012 tỷ đồng (-1,48% yoy)** trái phiếu được huy động năm 2018. Tỷ lệ trúng thầu của trái phiếu có kỳ hạn 10 năm và 15 năm ở mức cao.

■ Đường lợi suất có xu hướng phẳng hơn và dịch chuyển lên trên trong bối cảnh mức biến động giá của trái phiếu dài hạn nhỏ hơn đáng kể so với các trái phiếu ngắn hạn. Kết thúc năm 2018, theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt kết thúc năm ở mức 4,1% (+46 bps yoy); 4,21% (+31 bps yoy); 4,295% (+34,1 bps yoy); 4,555% (+19,5 bps yoy); 4,763% (+14,3 bps yoy); 5,125% (-7,9 bps yoy) và 5,413% (-27,67 bps yoy).

■ Khối ngoại mua ròng nhẹ 103 tỷ đồng trong năm 2018.

■ Kể từ tháng giữa tháng 6 trở đi, lãi suất liên ngân hàng dần tăng và theo đó ghi nhận mặt bằng trung bình cao hơn so với cùng kỳ.

■ **NHNN chủ động sử dụng Nghiệp vụ thị trường mở. Lãi suất thị trường mở giảm 0,25% trong tháng 1 và sau đó ổn định ở 4,75%.**

VCBS Nhận định

■ Năm 2019, dự báo mặt bằng lãi suất liên ngân hàng trung bình trong năm sẽ tiếp tục cao hơn năm 2018. Mặt bằng lãi suất huy động dự báo tăng khoảng 50 điểm trong khi lãi suất cho vay dù chịu áp lực tăng nhưng nhìn chung sẽ vẫn ổn định và chỉ biến động mang tính cục bộ.

■ Kỳ hạn phát hành trung bình dự báo giảm nhẹ. Áp lực phát hành lớn hơn năm 2018 và tập trung vào đầu năm.

■ Yếu tố chính tác động lên thị trường thứ cấp trong năm tới là: thanh khoản trên thị trường ngân hàng; Chính sách của NHNN và quá trình Giải ngân vốn đầu tư công.

■ Thị trường chia làm 3 giai đoạn với áp lực tăng lên lợi suất chiếm ưu thế. Mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất trong nửa đầu năm hoàn toàn khả thi với một số yếu tố hỗ trợ. Mặt bằng lãi suất huy động chịu áp lực tăng chủ yếu vào thời điểm nửa cuối năm

2019.

THỊ TRƯỜNG TRÁI PHIẾU

192.012 tỷ đồng (-1,48% yoy) trái phiếu được huy động.

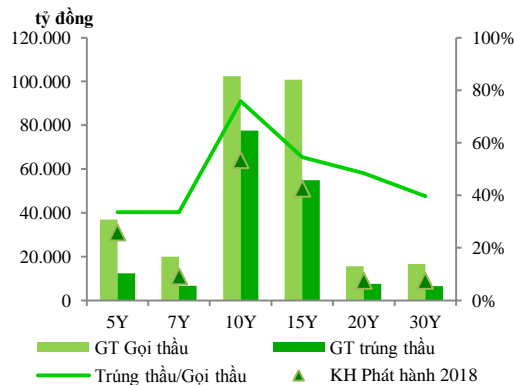
Thị Trường Sơ Cấp

KBNN tập trung phát hành trái phiếu kỳ hạn 10 và 15 năm. Lợi suất trúng thầu tạo đáy trong Quý 1 và sau đó chịu áp lực tăng.

192.012 tỷ đồng (-1,48% yoy) trái phiếu được huy động năm 2018. Cụ thể, lượng phát hành của trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước, trái phiếu Ngân Hàng Phát Triển Việt Nam, trái phiếu Ngân Hàng Chính Sách Xã Hội lần lượt đạt 165.797 tỷ đồng, 9.670 tỷ đồng, và 16.545 tỷ đồng.

Đối với Trái phiếu Chính phủ, 165.797 tỷ đồng được phát hành. Tiếp nối xu hướng của năm 2017, công tác đấu thầu TPCP 2018 tiếp tục đón nhận kết quả tích cực. Theo đó, kỳ hạn phát hành của TPCP đạt 12,41 năm (tuy giảm nhẹ so với 13,03 năm trong 2017 nhưng vẫn cao hơn nhiều so với 8,7 năm và 5,75 năm lần lượt trong các năm 2016 và 2015). Mức độ quan tâm và nhu cầu của thành viên, nhà đầu tư về TPCP vẫn được duy trì. Điều này thể hiện qua khối lượng đặt thầu toàn thị trường gấp 2,23 lần so với khối lượng gọi thầu, so với 2,79 trong 2017. Mặc dù vậy, dưới sự điều tiết của Kho bạc Nhà nước, tỷ lệ trúng thầu/gọi thầu giảm đáng kể đạt 56,75% so với mức 73% năm 2017.

Kết quả đấu thầu Trái phiếu Chính phủ năm 2018



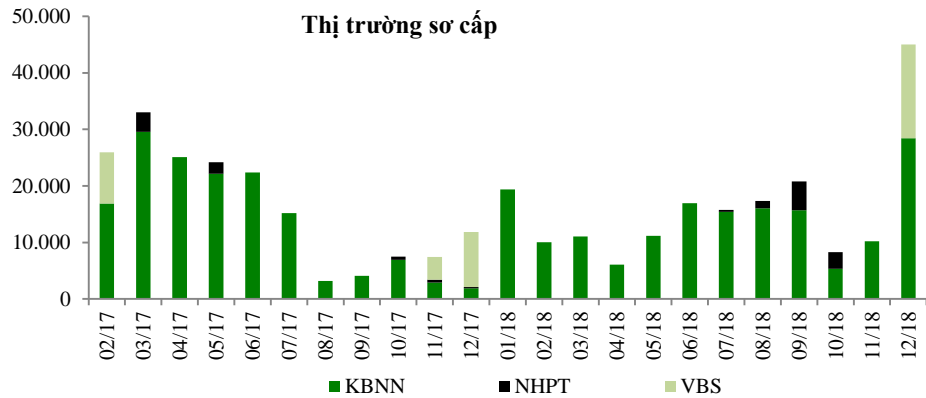
Kỳ hạn	Kế hoạch (điều chỉnh)	Đã phát hành	Tỷ lệ hoàn thành
5Y	31.000	12.409	40%
7Y	11.000	6.710	61%
10Y	64.000	77.576	121%
15Y	51.000	54.964	108%
20Y	9.000	7.565	84%
30Y	9.000	6.573	73%
Tổng	175.000	165.797	95%

Nguồn: HNX, VCBS

Trong năm 2018, lượng phát hành trái phiếu tại các kỳ hạn 20 năm, 30 năm suy giảm rõ rệt khi nhu cầu của các ngân hàng tại nhóm kỳ hạn này trở nên dần bão hòa, KBNN đã chủ động tiến hành huy động tại các kỳ hạn 10 và 15 năm.

Tỷ lệ trúng thầu của trái phiếu có kỳ hạn 10 năm và 15 năm ở mức cao. Kết thúc năm 2018, tỷ lệ trúng thầu ở các kỳ hạn 10 năm, 15 năm lần lượt là 5,1% (-18 bps yoy); và 5,3% (-45 bps yoy). Đối với các kỳ hạn 5 năm và 7 năm, mặc dù nhu cầu vẫn tương đối lớn thể hiện ở tỷ lệ đăng ký/ gọi thầu luôn ở mức cao so với các kỳ hạn còn lại.

Lượng Trái phiếu chính phủ bảo lãnh phát hành đạt 26.215 tỷ đồng từ Ngân hàng Phát triển (VDB) và Ngân hàng Chính sách xã hội (VBS) tập trung chủ yếu vào các tháng cuối năm. Mức chênh lệch lãi suất trúng thầu so với TPCP duy trì quanh mức 50-70 điểm.

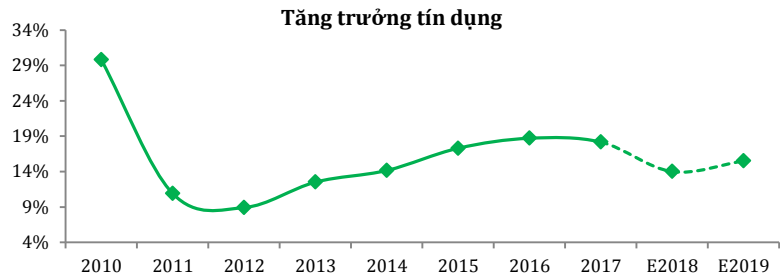


Source: HNX, VCBS

Triển vọng kinh tế vĩ mô năm 2019:

- GDP 2019 dự báo tăng khoảng 6,6%-6,8% với động lực tăng trưởng không có nhiều biến động. Trong đó, đầu tàu tăng trưởng vẫn là các doanh nghiệp FDI lớn với hoạt động xuất nhập khẩu hàng hóa phục vụ sản xuất. Khu vực Dịch vụ và công nghiệp chế biến-chế tạo nhiều khả năng tiếp tục là điểm sáng. Cầu tiêu dùng đã và đang cho thấy sự phục hồi tốt hơn, đóng góp tích cực cho tăng trưởng. Dự báo tăng trưởng GDP Quý 1 đạt khoảng 6,2%-6,5%.
- Lạm phát năm 2019 được dự báo mức 4% - 4,5% và chịu tác động đáng kể từ diễn biến giá cả hàng hóa có thể trở lại mức cao. Bên cạnh đó, vào các thời điểm xung quanh việc điều chỉnh giá dịch vụ công như điện sau khi hoàn thành tính toán lại chi phí hay thời điểm tăng học phí theo lộ trình 2016-2020 cũng sẽ chiếm phần đáng kể trong mức tăng CPI chung. **Cũng cần lưu ý dư địa để tiếp tục đẩy lùi lộ trình tăng giá của các dịch vụ công đặc biệt là giá điện, mức đóng BHYT, dịch vụ giáo dục,... là không nhiều.** Và theo đó, các động thái điều hành của Chính phủ vẫn sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc kiềm chế lạm phát. CPI trong tháng 1 được dự báo tăng 0,6% mom, tương ứng với mức tăng 3,2% so với cùng kỳ.
- Với nền kinh tế nhỏ với độ mở cao, áp lực lên tỷ giá trong bối cảnh bất ổn là điều có thể được dự báo. Trong đó áp lực chủ yếu đến từ bên ngoài xung quanh các tâm điểm lớn trên thế giới như Mỹ, EU hay Trung Quốc. Tuy nhiên, với đặc điểm quy mô nhỏ, thì chỉ một nguồn cung ngoại tệ “không quá lớn” cũng là đủ để giữ cân bằng cung cầu ngoại tệ. Trong đó, VCBS cho rằng nguồn cung ngoại tệ mới vẫn tiềm tàng từ các thương vụ bán vốn cho đối tác chiến lược nước ngoài đến từ cả khối doanh nghiệp tư nhân và Nhà nước, bên cạnh các nguồn cung truyền thống khá ổn định từ kiều hối hay các nguồn lực đang nổi lên và đóng góp phần quan trọng trong các năm gần đây là nguồn vốn giải ngân FDI. Theo đó, VCBS dự báo tỷ giá trung tâm sẽ không giảm quá 2,5% cho năm 2019.
- Do định hướng rõ nét của NHNN đối với các NHTM về việc tập trung vào việc cải thiện chất lượng tín dụng thay vì tăng lượng dư nợ cho vay, tăng trưởng tín dụng năm 2018 dự báo đạt ngưỡng khoảng 14% thấp hơn so với năm 2017. Tuy nhiên, trưởng tín dụng năm 2019 có thể sẽ tăng cao hơn so với năm 2018 và ~15%. Trong đó tốc độ tăng trưởng tín dụng tập trung phần lớn vào các TCTD có chất lượng tài sản tốt và đã xử lý xong nợ tồn đọng. Ở chiều ngược lại, tốc độ tăng trưởng sẽ kém khả quan đối với một số TCTD còn gặp khó khăn trong quá trình xử lý nợ xấu. Tín dụng tiếp tục

được kiểm soát chặt chẽ hơn để đảm bảo chất lượng nợ vay được các ngân hàng chú trọng thay vì chỉ tập trung vào tăng trưởng ồ ạt về số lượng.



Nguồn: NHNN, VCBS

2,2 triệu tỷ đồng (-2,3% yoy) được giao dịch trên thị trường thứ cấp.

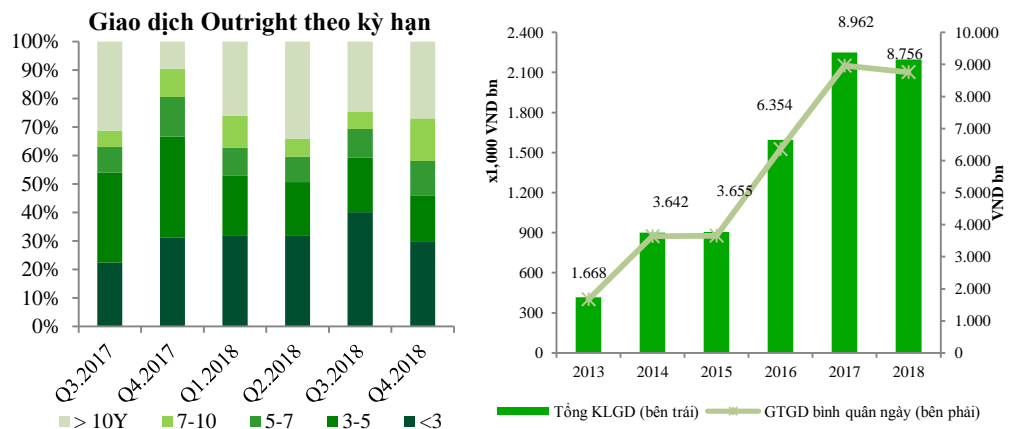
Thanh khoản giao dịch trung bình phiên giảm nhẹ.

Trái phiếu dưới 5 năm vẫn là trái phiếu có thanh khoản lớn nhất.

Thị Trường Thứ cấp

Trên thị trường thứ cấp, đến hết năm 2018, tổng giá trị dư nợ trái phiếu đạt khoảng gần 1,5 triệu tỷ VND, tương đương gần 27% GDP. Trong đó phân khúc sôi động nhất vẫn thuộc về trái phiếu chính phủ. Trong khi đó, phân khúc trái phiếu doanh nghiệp vẫn chưa thực sự phát triển (dư nợ chỉ chiếm khoảng 7%GDP- vẫn ở mức thấp so với các nước trong khu vực).

Năm 2018, **2,2 triệu tỷ đồng (-2,3% yoy)** được giao dịch trên thị trường thứ cấp. Cụ thể, trong khi giá trị giao dịch outright giảm nhẹ đạt 1 triệu tỷ đồng (-12% yoy) trong khi giá trị giao dịch repo tiếp tục xu hướng tăng đạt 1,19 triệu tỷ đồng (+7% yoy). Đối với hoạt động Outright, trái phiếu dưới 5 năm vẫn là trái phiếu có thanh khoản lớn nhất chiếm khoảng 50% giá trị giao dịch. Thanh khoản giao dịch trung bình phiên giảm nhẹ đạt 8.756 tỷ đồng/phiên do sự trầm lắng của thị trường trong các tháng cuối năm.



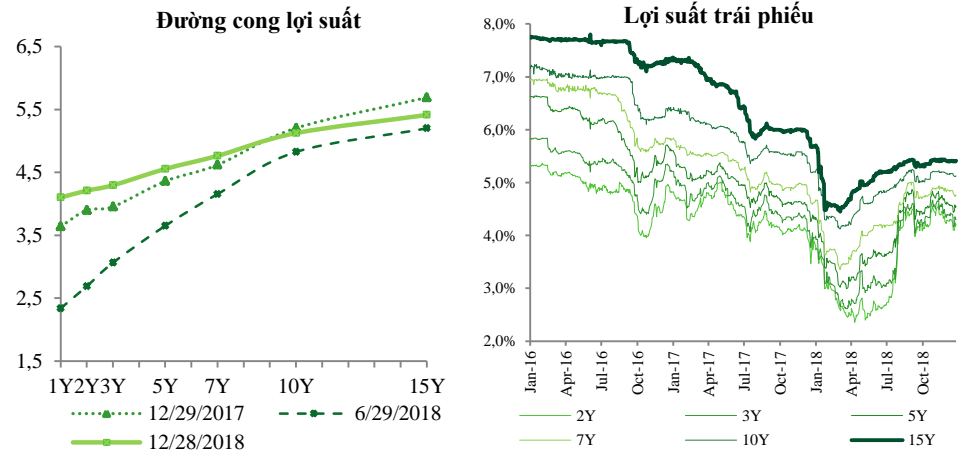
Đường cong lợi suất trở nên phẳng hơn.

Lợi suất các kỳ hạn dài giảm trong khi lợi suất tại các kỳ hạn ngắn tăng lên do ảnh hưởng từ chi phí vốn cao hơn trên thị trường tiền tệ trong 6 tháng cuối năm.

Kết thúc năm 2018, theo thống kê của Bloomberg, lợi suất các kỳ hạn 1 năm, 2 năm, 3 năm, 5 năm, 7 năm, 10 năm và 15 năm lần lượt kết thúc năm ở mức 4,1% (+46 bps yoy); 4,21% (+31 bps yoy); 4,295% (+34,1 bps yoy); 4,555% (+19,5 bps yoy); 4,763% (+14,3 bps yoy); 5,125% (-7,9 bps yoy) và 5,413% (-27,67 bps yoy). Như vậy, đường lợi suất có xu hướng phẳng hơn và dịch chuyển lên trên trong bối cảnh mức biến động giá của trái phiếu dài hạn nhỏ hơn đáng kể so với các trái phiếu ngắn hạn.

Cụ thể, xét theo mức biến động lợi suất tại các kỳ hạn, vào Quý 1, trong bối cảnh thanh khoản

trên thị trường liên ngân hàng đặc biệt dồi dào nhờ thương vụ SAB, **lợi suất trái phiếu tại tất cả các kỳ hạn đều biến động cùng chiều giảm mạnh**. Sang đến Quý 2, các diễn biến trên thị trường thế giới không thuận lợi điển hình là lộ trình tăng lãi suất của FED diễn ra nhanh hơn dự kiến khi nền kinh tế Mỹ đón nhận các số liệu tích cực hơn kỳ vọng. Cùng lúc, ở thị trường trái phiếu trong nước, nhịp giảm rất nhanh và mạnh của lợi suất trái phiếu chính phủ hồi đầu năm đưa mặt bằng giá trái phiếu chính phủ lên mức cao kỷ lục đi kèm với đó là áp lực điều chỉnh thường trực trước bất kể tin tức không tích cực. Đây cũng là thời điểm đánh dấu thời kỳ lợi suất bắt đầu đón nhận áp lực tăng, thị trường rơi vào trạng thái trầm lắng.



Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

Trong khi đó, nửa cuối năm 2018 dù lợi suất tiếp tục có xu hướng tăng nhưng áp lực tăng chủ yếu được ghi nhận tại các kỳ hạn ngắn do đây là các kỳ hạn nhạy cảm với các biến động trên thị trường tiền tệ. Nguyên nhân chính là việc chi phí vốn trên thị trường liên ngân hàng được chủ động đẩy lên mặt bằng cao hơn so với cùng kỳ trước nhằm hạn chế cơ hội đầu cơ hưởng chênh lệch trên thị trường liên ngân hàng sử dụng VND và USD. Đây là một trong các biện pháp quan trọng của NHNN trong công cuộc điều hành tỷ giá trước các áp lực gia tăng kể từ Quý 3.

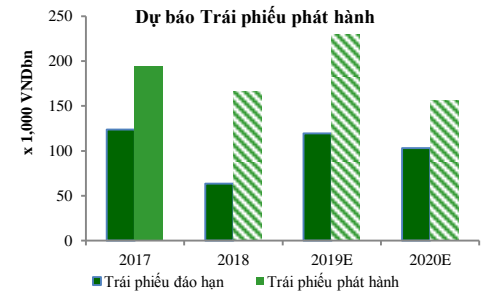
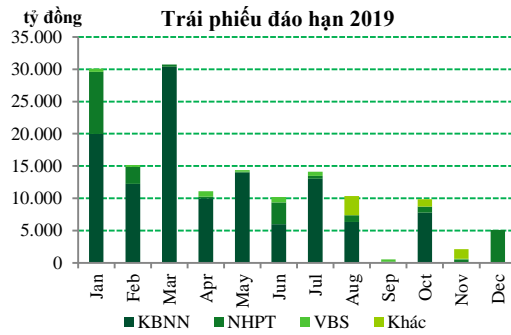
Kỳ hạn phát hành trung bình dự báo giảm nhẹ. Áp lực phát hành lớn hơn năm 2018 và tập trung vào đầu năm.

Yếu tố chính tác động lên thị trường thứ cấp trong năm tới là: thanh khoản trên thị trường ngân hàng; Chính sách của NHNN và quá trình Giải ngân vốn đầu tư công.

Thị trường chia làm 3 giai đoạn với áp lực tăng lên lợi suất chiếm ưu thế.

Kế hoạch phát hành trái phiếu Kho Bạc Nhà Nước năm 2019:

Chúng tôi ước tính kế hoạch phát hành năm 2019 sẽ rơi vào khoảng 225.000 tỷ đồng. **Áp lực phát hành lớn hơn năm 2018 và tập trung vào đầu năm.** VCBS cho rằng trong năm tới áp lực ngân sách vẫn tồn tại. Tuy nhiên, chính phủ còn dự địa từ các nguồn khác nhau để cân đối trong đó đặc biệt phải kể đến nguồn từ các thương vụ thoái vốn Nhà nước vốn khá trầm lắng trong năm 2018. **Mục tiêu kỳ hạn phát hành bình quân lớn hơn 6 năm tiếp tục được duy trì.** KBNN sẽ tiếp tục nỗ lực kéo dài kỳ hạn các loại trái phiếu chính phủ được phát hành theo hướng phân đầu loại trái phiếu có kỳ hạn 5 năm trở lên chiếm 80% tổng khối lượng trái phiếu phát hành.



Nguồn: HNX, VCBS

Yếu tố chính tác động lên thị trường thứ cấp trong năm tới là: thanh khoản trên thị trường ngân hàng; Chính sách của NHNN và quá trình giải ngân vốn đầu tư công. Trong đó, VCBS giả định:

- (1) Không xảy ra căng thẳng thanh khoản trầm trọng trên hệ thống ngân hàng (các thời điểm chịu ảnh hưởng từ yếu tố mùa vụ sẽ không kéo dài lâu). Chính sách tăng trưởng tín dụng đi vào thực chất, hướng NHTM đẩy mạnh quá trình xử lý nợ xấu.
- (2) Định hướng đưa tiêu chuẩn hệ số an toàn của các ngân hàng tiếp cận dần với chuẩn quốc tế vẫn được duy trì và có thể tạo ra áp lực nhất định lên toàn hệ thống khi nguồn lực của các NHTM có sự khác biệt đáng kể.
- (3) Quá trình giải ngân vốn đầu tư công có thể được đẩy mạnh trở lại trong năm sau ngay từ khoảng cuối Quý 1. Tuy vậy, chúng tôi không quá lo ngại về lượng tiền KBNN bị rút khỏi hệ thống khi nguồn tiền này sẽ sớm trở lại nền kinh tế theo nhiều hình thức khác nhau.

Với các giả định trên, thị trường trái phiếu năm 2019 được dự báo chia làm 3 giai đoạn.

- Giai đoạn 1: tháng 12 năm 2018 đến nửa đầu Quý 1: Tâm lý thận trọng, thanh khoản thị trường liên ngân hàng chịu áp lực tăng do yếu tố mùa vụ kéo theo lãi suất trái phiếu chịu áp lực tăng.
- Giai đoạn 2: từ Quý 1 đến trước tháng 6, tháng 7 thời điểm khả năng cao FED sẽ tiếp tục có điều chỉnh tăng lãi suất thị trường hoạt động tích cực và sôi động trở lại khi các lo ngại tạm thời được xoa tan. Lãi suất trái phiếu giảm tuy nhiên nhịp giảm ngắn và diễn biến nhanh.
- Giai đoạn 3: Tương đối dài với trạng thái thận trọng bao trùm. Lo ngại xuất hiện nhiều hơn trước việc NHNN sẽ ban hành các thông tư, Quy định về các tỷ lệ an toàn nhằm hướng tới mục tiêu tiến sát hơn tới các chuẩn mực quốc tế đặc biệt là năm 2020 với Basel II. Đồng thời, các diễn biến từ thị trường thế giới vẫn sẽ là ẩn số đối với thị trường trong năm tới đặc biệt là khả năng đồng USD mạnh lên. Lãi suất trái phiếu chịu áp lực tăng. Thị trường trở lại trạng thái giao dịch thận trọng.

Từ phía cung, nhu cầu phát hành dù lớn hơn năm 2018 nhưng sẽ không tạo áp lực lớn khi nguồn lực huy động trong các năm gần đây vẫn còn dư địa. Ở phía cầu, cầu đầu tư trái phiếu từ các công ty bảo hiểm, Quỹ đầu tư, ... được dự báo tiếp tục tăng trưởng. Trong năm 2018, bên cạnh các kỳ hạn 3 - 5 năm được thị trường quan tâm, với việc kỳ hạn phát hành liên tục tăng trong các năm gần đây, giao dịch có thể chứng kiến sự chuyển dịch nhiều hơn sang các kỳ hạn dài hơn 7 năm - 10 năm. Kỳ hạn phát hành sẽ tiếp tục được duy trì ở mức trên 10 năm. Tuy nhiên giống như năm 2018, phát hành đối với các kỳ hạn 20 năm và 30 năm sẽ gặp nhiều khó khăn.

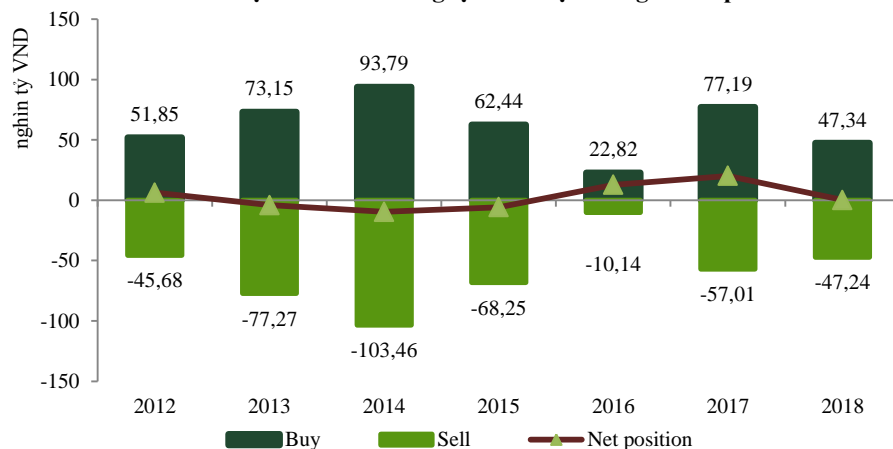
Mặc dù chỉ tiêu lạm phát trung bình cho cả năm vẫn được giữ ở khoảng 4%, chúng tôi cho rằng các áp lực đặc biệt từ lạm phát kỳ vọng có thể là nhân tố tạo áp lực tăng đối với lợi suất. Cơ hội đầu tư với các trái phiếu dài sẽ thu hẹp và ít hơn khi đường lợi suất có xu hướng phẳng hơn. Các đợt biến động sẽ xuất hiện nhiều tại các kỳ hạn ngắn dựa theo diễn biến trên thị trường tiền tệ.

Khối ngoại mua ròng nhẹ 103 tỷ đồng trong năm 2018.

Khối ngoại mua ròng nhẹ 103 tỷ đồng trong năm 2018. Các kỳ hạn được nước ngoài mua ròng cũng có những sự thay đổi đáng kể. Trong đó, sự sôi động của khối ngoại được ghi nhận rõ nét nhất vào 6 tháng đầu năm. Thậm chí, ở các thời điểm đó, khối ngoại đẩy mạnh mua ròng cả ở các kỳ hạn dài 30 năm. Tuy nhiên đối với giai đoạn cuối năm, hoạt động khối ngoại có dấu hiệu chậm lại đáng kể. Kèm theo đó, khẩu vị của các nhà đầu tư ngoại cũng có xu hướng chuyển dịch về các kỳ hạn ngắn truyền thống ưa thích của khối này. Điều này có thể được lý giải khi ở mặt bằng lợi suất như thời điểm cuối năm 2017, thì sức hấp dẫn tương đối của việc đầu tư TPCP bằng VND đã suy giảm đáng kể so với kênh đầu tư bằng đồng USD. Thêm vào đó, khi xét tới yếu tố chi phí vốn thì việc lợi suất càng giảm sâu sẽ càng làm giảm mức độ tham gia của các nhà đầu tư ngoại trên thị trường.

Năm 2019, VCBS cho rằng khối ngoại có thể giao dịch sôi động hơn trong Quý 1. Tuy nhiên, xét tới xu hướng tăng lãi suất trái phiếu chính phủ Mỹ trong trung hạn, khả năng cao, giao dịch của khối ngoại dù có cải thiện nhưng sẽ không quá sôi động.

Giao dịch nhà đầu tư ngoại trên thị trường thứ cấp



Nguồn: HNX, VCBS

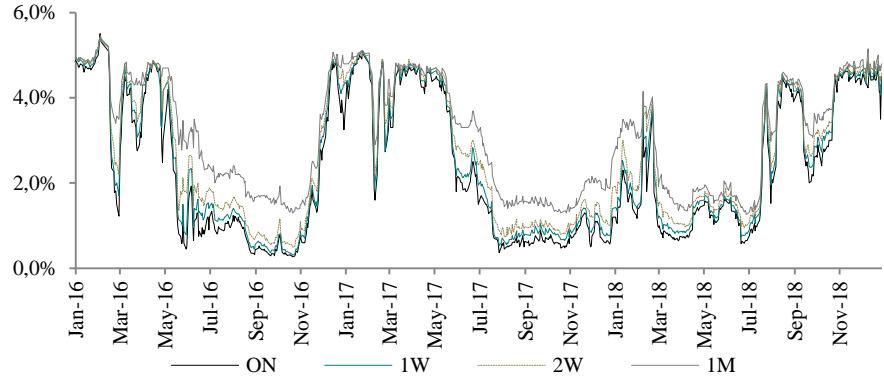
Lãi Suất

Lãi Suất Liên Ngân Hàng

Kể từ tháng giữa tháng 6/2018 trở đi, lãi suất liên ngân hàng dần tăng và theo đó ghi nhận mặt bằng trung bình cao hơn so với cùng kỳ.

Lãi suất liên ngân hàng trong năm 2018 có nhiều điểm khác biệt so với các năm trước đây khi giai đoạn đầu năm thanh khoản hệ thống dồi dào và nhờ đó không chịu bất kỳ ảnh hưởng đáng kể nào từ yếu tố mùa vụ. Tuy nhiên kể từ giữa tháng 6 trở đi, khi tỷ giá bắt đầu chịu áp lực tăng thì thanh khoản dần bớt dư thừa và lãi suất được điều chỉnh lên mức cao hơn sau động thái chủ động điều hành của NHNN khi phát hành Tín phiếu NHNN với kỳ hạn dài lên tới 140 ngày với lãi suất cao 3,75%. Cùng với đó, giảm lượng tiền Kho bạc Nhà nước gửi tại hệ thống các NHTM cũng là công cụ đặc lực hỗ trợ cho các nỗ lực điều tiết trong bối cảnh lạm phát tăng cao so với cùng kỳ vào Quý 3 kéo theo tâm lý lo ngại về sự ổn định của kinh tế

vi mô. Trong khi đó, lợi suất huy động tăng 30-50 điểm ở các kỳ hạn cuối năm cũng được xem là một trong những nguyên nhân khiến hiệu ứng thanh khoản mang tính thời vụ đến sớm so với cùng kỳ. Cũng giống như các năm trước đây, biến động lãi suất trái phiếu các kỳ hạn ngắn tiếp tục có độ nhạy cao với lãi suất trên thị trường liên ngân hàng.



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Năm 2019, dự báo mặt bằng lãi suất liên ngân hàng trung bình trong năm sẽ tiếp tục cao hơn năm 2018.

Áp lực thời vụ sẽ diễn ra vào đầu năm.

Lãi suất liên ngân hàng sẽ phụ thuộc vào thanh khoản của hệ thống ngân hàng trong từng thời kỳ.

VCBS cho rằng từ nay cho đến Tết Nguyên đán, áp lực thời vụ sẽ là yếu tố chủ yếu chi phối thanh khoản trên thị trường liên ngân hàng. Sau đó, các nhân tố ảnh hưởng lên thị trường tiền tệ 2019 bao gồm (1) Lượng tiền gửi của KBNN tại hệ thống các NHTM cũng như (2) tiến độ giải ngân vốn đầu tư công; và cuối cùng (3) sự ổn định về tỷ giá cũng như dòng tiền được thu hút vào thị trường Việt Nam.

Trong đó, VCBS đặt ra kịch bản giải ngân đầu tư công phục vụ xây dựng cơ sở hạ tầng sẽ được đẩy mạnh trở lại từ nửa sau năm 2019 khi đây là nhân tố quan trọng đối với sự phát triển bền vững của nền kinh tế. Theo đó, lượng tiền KBNN tại các NHTM sẽ suy giảm đáng kể. Nguồn lực này về cơ bản sẽ không rời khỏi hệ thống mà thay vào đó chuyển dịch lại vào nền kinh tế nhưng với mức chi phí cao hơn.

Trước xu hướng ngày càng có nhiều Ngân hàng Trung ương tiến hành chính sách tiền tệ thắt chặt hoặc bớt/ ngưng các chương trình lãi suất, xu hướng tăng trung hạn của lợi suất TPCP điển hình là TPCP Mỹ là không thể đảo ngược. Trong bối cảnh đó, đối với Việt Nam, dù được đánh giá là chịu những tác động gián tiếp, thì việc các ngân hàng hay các định chế tài chính sẵn sàng có những sự chuẩn bị cho kịch bản chi phí vốn tăng lên là điều có thể được dự báo. **Tất cả các yếu tố trên đều ủng hộ cho kịch bản cho năm 2019 là mức chi phí vốn trung bình sẽ cao hơn so với mặt bằng năm 2019.**

Mặt bằng lãi suất huy động tăng 30-50 điểm trong nửa cuối năm đặc biệt tại các kỳ hạn không chịu mức trần của NHNN. Lãi suất cho vay ổn định và ít biến động.

NHNN có định hướng và chính sách xuyên suốt nhằm đảm bảo mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất hỗ trợ tăng

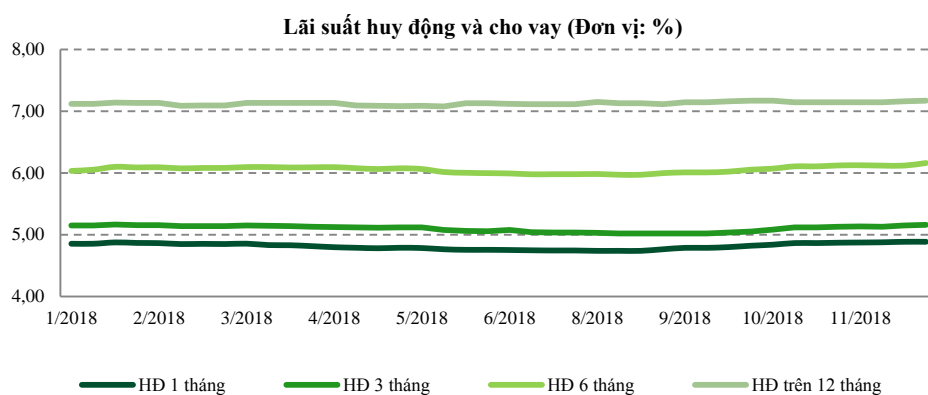
Lãi Suất Huy Động và Cho Vay

Mặt bằng lãi suất huy động tăng 30- 50 điểm trong nửa cuối năm đặc biệt tại các kỳ hạn không chịu mức trần của NHNN. Trong đó, tại một số ngân hàng mức tăng lãi suất cho các kỳ hạn lên tới 100 điểm. Theo số liệu của NHNN, kết thúc tháng 11 mặt bằng lãi suất huy động VND phổ biến ở mức 0,6 - 1%/năm đối với tiền gửi không kỳ hạn và có kỳ hạn dưới 1 tháng. Đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 1 tháng đến dưới 6 tháng: 4,3 - 5,5%/năm đối với tiền gửi có kỳ hạn từ 6 tháng đến dưới 12 tháng: 5,3 - 6,5%/năm; kỳ hạn từ 12 tháng trở lên ở mức 6,5 - 7,3%/năm. Lãi suất huy động USD của tổ chức tín dụng không thay đổi ở 0%. Chúng tôi cho rằng các đợt điều chỉnh lãi suất huy động VND thời gian qua xuất phát từ một

trường.

số nguyên nhân: (1) Đây là sự chuẩn bị của các ngân hàng với dự báo nhu cầu huy động sẽ tăng trong phần còn lại của năm đặc biệt khi xét tới yếu tố mùa vụ. (2) Cùng lúc, đây được xem là sự chuẩn bị nguồn của các tổ chức tín dụng, chú trọng vào các kỳ hạn dài với giả định lãi suất trên thị trường liên ngân hàng có thể ghi nhận mức cao hơn trong năm tới

Trong khi đó đối với lãi suất cho vay, lãi suất cho vay VND phổ biến ở mức 6,0 - 9,0%/năm đối với ngắn hạn; 9,0 - 11%/năm đối với trung và dài hạn; lãi suất cho vay USD phổ biến ở mức 2,8 - 6,0%/năm; trong đó lãi suất cho vay ngắn hạn phổ biến ở mức 2,8 - 4,7%/năm, lãi suất cho vay trung, dài hạn ở mức 4,5 - 6,0%/năm. Ở thời điểm hiện tại, đợt tăng lãi suất huy động từ giữa Quý 3 chưa tạo nên áp lực quá rõ rệt đối với mặt bằng lãi suất cho vay. Theo đó, các mức tăng chỉ được ghi nhận cục bộ tại các phân khúc có mức rủi ro cao. Diễn biến này đồng nhất với định hướng và chính sách xuyên suốt của NHNN nhằm đảm bảo mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất hỗ trợ tăng trưởng.



Nguồn: CEIC, VCBS

2019: Mặt bằng lãi suất huy động dự báo tăng khoảng 50 điểm trong khi lãi suất cho vay dù chịu áp lực tăng nhưng nhìn chung sẽ vẫn ổn định và chỉ biến động mang tính cục bộ.

Mục tiêu ổn định mặt bằng lãi suất trong nửa đầu năm hoàn toàn khả thi với một số yếu tố hỗ trợ.

Mặt bằng lãi suất huy động chịu áp lực tăng chủ yếu vào thời điểm nửa cuối năm 2019.

Cho năm 2019, mặt bằng lãi suất huy động chịu một số áp lực:

- ✓ Áp lực lạm phát tăng lên so với cùng kỳ.
- ✓ Xu hướng thắt chặt tiền tệ của các Ngân hàng trung ương đặc biệt là FED và ECB.
- ✓ Các tổ chức tín dụng phải chấp nhận một mặt bằng giá lãi suất cao hơn nhằm giữ được lợi thế cạnh tranh đối với hoạt động huy động tiền gửi trên thị trường (1) trong bối cảnh chi phí vốn của ngân hàng (2) được dự báo ở mức cao hơn. Đi kèm với đó thanh khoản trên thị trường tiền tệ cũng chịu áp lực hơn do cầu cân bằng và hỗ trợ từ tỷ giá.

Như vậy, VCBS cho rằng áp lực tăng lên lãi suất cho huy động hiện hữu. Tuy nhiên, với việc lãi suất huy động đã được điều chỉnh tăng trong 6 tháng cuối năm 2018, dự địa tăng trong năm tới được đánh giá là không nhiều. **Theo đó, chúng tôi dự đoán, lãi suất huy động sẽ tăng khoảng 50 điểm tập trung nhiều vào giai đoạn cuối năm 2019, tại các kỳ hạn không chịu sự khống chế của NHNN. Trong khi đó, trần huy động 5,5% đối với kỳ hạn dưới 6 tháng nhiều khả năng sẽ vẫn được giữ vững. Các dự báo trên sẽ đi kèm với một số giả định:**

- ✓ Dòng tiền nước ngoài vào Việt Nam được duy trì tạo điều kiện thuận lợi cho NHNN chủ động điều tiết cung tiền và thanh khoản một cách hợp lý khi cần thiết.
- ✓ Tỷ giá và thị trường ngoại hối ổn định với mức giảm giá hợp lý của VND so với các quốc gia trong khu vực.

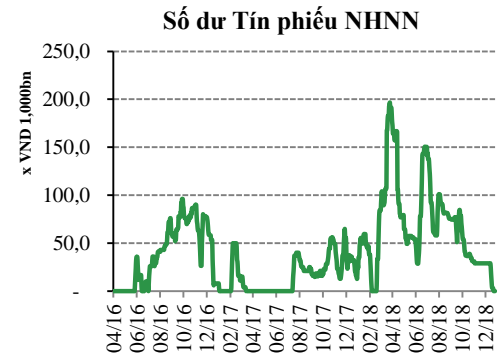
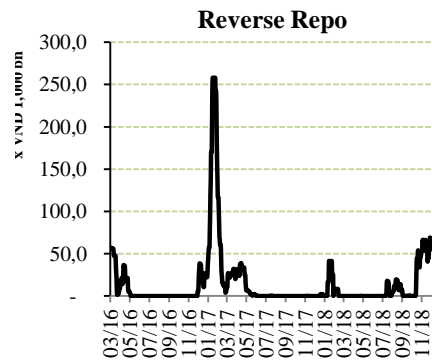
Đối với lãi suất cho vay, trong bối cảnh lãi suất huy động được dự báo tăng, áp lực lên lãi suất cho vay phần nào có thể được lý giải. Cũng cần lưu ý thêm, sẽ cần 3-6 tháng để các mức tăng lên lãi suất huy động được hiện thực hóa vào mặt bằng lãi suất cho vay. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng áp lực tăng sẽ không xuất hiện ở tất cả các phân khúc mà sẽ tập trung với kịch bản như sau: Đối với các khách hàng có lịch sử tín dụng tốt, khả năng thương lượng tốt sẽ là yếu tố khiến lãi suất áp dụng cho các khách hàng này không thay đổi nhiều. Điều này trùng khớp với định hướng duy trì mặt bằng lãi suất ổn định và ít biến động nhằm hỗ trợ tăng trưởng của Chính phủ. Trong khi đó, đối với các khu vực với ngành nghề và khách hàng với rủi ro lớn hơn, có thể kể đến như bất động sản và tín dụng tiêu dùng, mức lãi suất có thể được điều chỉnh tăng. Với dự báo lãi suất đầu ra có thể tăng chậm hơn lãi suất đầu vào, mức độ ổn định của mặt bằng lãi suất sẽ cần đến nhiều vai trò định hướng và quản lý của nhà điều hành.

Thị Trường Mở

NHNN chủ động sử dụng Nghiệp vụ thị trường mở. Lãi suất thị trường mở giảm 0,25% trong tháng 1 và sau đó ổn định ở 4,75%.

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. **Lãi suất thị trường mở giảm 0,25% trong Quý 1 và sau đó ổn định ở 4,75%**. Động thái điều hành đáng chú ý trong năm là việc phát hành tín phiếu kỳ hạn dài 91 ngày, 140 ngày ở mức lãi suất cao (3,75% cho tín phiếu 140 ngày) vào tuần đầu tháng 8. Mặc dù chỉ 1 tuần sau đó, NHNN đã dừng phát hành đối với Tín phiếu kỳ hạn 140 ngày, các mức lãi suất đối với hoạt động bán hần vẫn duy trì ở mức cao cụ thể kỳ hạn 7 ngày (2,75%) và kỳ hạn 14 ngày (3%). Đây là một trong các động thái chủ động điều tiết của NHNN thông qua công cụ lãi suất nhằm giảm áp lực lên tỷ giá trong giai đoạn 6 tháng cuối năm.

Cho năm 2019, trong bối cảnh tình hình thị trường thế giới diễn ra không thuận lợi đặc biệt là xu hướng đi lên trong trung hạn của trái phiếu chính phủ Mỹ, có nhiều đồn đoán cho rằng NHNN sẽ tăng lãi suất thị trường mở vào Quý 1 năm 2019. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng xảy ra kịch bản này là không cao.



Nguồn: Bloomberg, VCBS

Hết.

Phụ Lục
Thị Trường Sơ Cấp

Năm	ST	VDB	VBSP	Khác	Tổng
2007	35.628	18.775		400	54.803
2008	19.862	26.647		1.200	47.709
2009	2.210	5.866	2.000	1.964	12.040
2010	57.727	35.457	9.000	1.376	103.560
2011	62.242	34.975	9.297	1.000	107.514
2012	134.426	36.570	17.730	4.810	193.536
2013	181.011	40.000	7.380	8.350	236.741
2014	235.397	23.243	4.702	7.100	270.442
2015	238.280	32.994	14.949	7.500	293.723
2016	281.720	21.479	13.000	500	336.000
2017	159.920	25.145	7.528	-	192.944
2018	165.797	16.545	9.670	-	192.012

Thị Trường Thứ Cấp

Năm	<3Y	3-7Y	7Y-15Y	>15Y	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	556.417
2014	334.009	273.209	45.382	-	247.077	899.677	691.206
2015	303.757	246.292	56.499	-	299.994	906.542	753.450
2016	433.305	444.715	113.207	-	603.520	1.594.748	930.528
2017	288.346	498.361	223.027	128.265	1.108.906	2.246.905	997.528
2018	339.529	298.250	245.431	138.922	1.190.096	2.197.136	1.086.545

*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
01/2018	3.260	42.309	39.048	41.314	167.106	197.705	30.600	47.000
02/2018	49.780	8.466	(41.314)	0	59.000	90.600	31.600	78.600
03/2018	31	31	0	0	84.100	196.710	112.610	191.210
04/2018	2	2	0	0	191.210	78.500	(112.630)	78.580
05/2018	170	170	0	0	80.280	55.840	(24.440)	54.140
06/2018	0	0	0	0	54.140	150.499	96.359	150.499
07/2018	15.993	17.993	2.000	2.000	112.500	44.461	(68.039)	82.461
08/2018	37.167	42.869	5.702	7.702	35.312	28.482	(6.830)	75.630
09/2018	15.401	8.155	(7.246)	456	50.000	52.950	2.950	78.581
10/2018	16.018	60.562	44.544	45.000	62.591	15.070	(47.521)	31.060
11/2018	237.878	237.663	(215)	44.785	2.100	0	(2.100)	28.960
12/2018	25.929	32.208	6.279	51.064	28.960	0	(28.960)	0

Trái Phiếu Đáo Hạn 2019

Tháng	ST	VDB	VBSP	Khác	Tổng
1/2019	19.950	9.647	502		30.099
2/2019	12.233	2.602	300		15.135
3/2019	30.363	360			30.723
4/2019	10.002	260	800		11.062
5/2019	13.947	190	200		14.337
6/2019	6.000	3.351	850		10.201
7/2019	13.000	490	600		14.090
8/2019	6.320	1.025		3.000	10.345
9/2019		193	350		543
10/2019	7.752	970		1.100	9.822
11/2019		505	100	1.500	2.105
12/2019		5.086			5.086
Tổng	119.567	24.679	3.702	5.600	153.548

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

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Trưởng phòng Phân tích & Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Lê Thu Hà

Chuyên viên Phân tích cao cấp

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: (84-24) 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: (84-28)-3820 8116- 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: (+84-236) 3888 991- Số máy lẻ: 801/802
Phòng Giao dịch Nam Sài Gòn	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: (84-28)-54136573
Phòng Giao dịch Giảng Võ	Tầng 1, Tòa nhà C4 Giảng Võ, Phường Giảng Võ, Quận Ba Đình, Hà Nội. ĐT: (+84-24) 3726 5557
Phòng Giao dịch Tây Hồ	Tầng 1 và tầng 3, số 565 Đường Lạc Long Quân, Phường Xuân La, Quận Tây Hồ, Thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 2191048 (ext: 100)
Phòng Giao dịch Hoàng Mai	Tầng 1, tòa nhà Hàn Việt, số 203 Minh Khai, phường Minh Khai, quận Hai Bà Trưng, thành phố Hà Nội ĐT: (+84-24) 3220 2345
Văn phòng Đại diện Cần Thơ	Tầng 1, Tòa nhà Vietcombank Cần Thơ, số 7 Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, Cần Thơ ĐT: (+84-292) 3750 888
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: (+84-296) 3949 843
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Đồng Nai. ĐT: (+84-251) 3918 815
Văn phòng đại diện Vũng Tàu	Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Bà Rịa - Vũng Tàu. ĐT: (+84-254) 351 3978/75/76/77/74
Văn phòng đại diện Hải Phòng	Tầng 2, số 11 Hoàng Diệu, Phường Minh Khai, Quận Hồng Bàng, Hải Phòng. ĐT: (+84-225) 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: (+84-274) 3855 771