

Báo Cáo Trái Phiếu

Báo Cáo tháng 05/2019

Nội dung

- Tổng hợp
- Thị trường trái phiếu
- Lãi suất

Lê Thu Hà

+84 4 3936 6990 (ext.7182)

ltha_ho@vcbs.com.vn

Đặng Khánh Linh

+84 4 3936 6990 (ext.7183)

ltha_ho@vcbs.com.vn

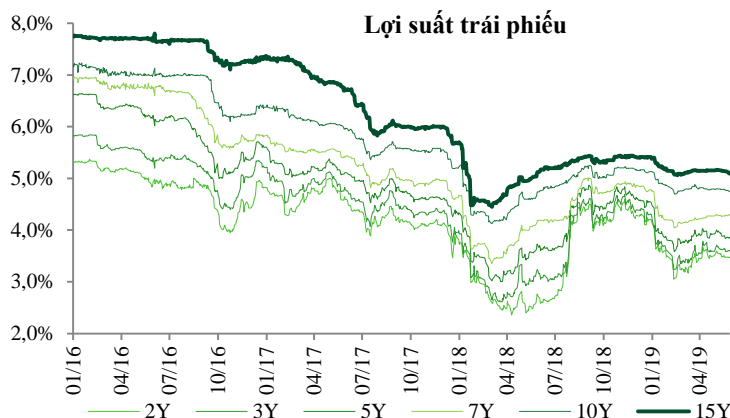
Xem điều khoản sử dụng tại trang 7

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

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

VCBS Bloomberg Page: <VCBS><go>

Tổng hợp



Nguồn: Bloomberg, VCBS

■ 11.936 tỷ VND (-5,09% mom) trái phiếu được huy động trên thị trường sơ cấp. 176.325 tỷ VND (+0,36% mom) trái phiếu được giao dịch trên thị trường thứ cấp.

■ Đường lợi suất trái phiếu dao động trong biên độ hẹp. 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 tháng 5 ở 3,255% (+0.8 bps mom), 3,462% (-2.3 bps mom), 3,607% (+1.5 bps mom), 3,845% (-7 bps mom), 4,287% (+2 bps mom), 4,748% (-4.9 bps mom), 5,095% (-5.7 bps mom),

■ Khối ngoại mua ròng 720 tỷ đồng trên thị trường.

■ Lãi suất giảm nhẹ trên liên ngân hàng. Cuối tháng 5, lãi suất các kỳ hạn ON-3M được ghi nhận lần lượt ở 2,8%, 2,975%, 3,175%, 3,375% và 3,875%.

■ NHNN hút ròng 35.106 tỷ VND thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

Nhận định của VCBS tháng 6/2019

■ VCBS đánh giá áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu dần hiện hữu. Mặc dù vậy, mức tăng của lợi suất nếu có sẽ không nhiều. Chúng tôi nghiêng nhiều về kịch bản lãi suất sẽ tiếp tục dao động trong biên độ hẹp, trước khi đi đón nhận áp lực tăng trong quý 3. Cùng với đó, VCBS cho rằng sản phẩm hợp đồng tương lai phái sinh dự kiến ra mắt đầu tháng 7 ([xem chi tiết tại Phụ lục 2](#)) nhiều khả năng sẽ làm tăng biên độ dao động của lợi suất trên thị trường cơ sở..

■ Trong bối cảnh những bất ổn leo thang, mặt bằng lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao hơn so với cùng kỳ. Tuy nhiên, điều này chỉ thể hiện mức chi phí vốn cao hơn và không đồng nghĩa với khả năng thiếu hụt thành khoản trên hệ thống.

Thị trường trái phiếu

Thị trường sơ cấp

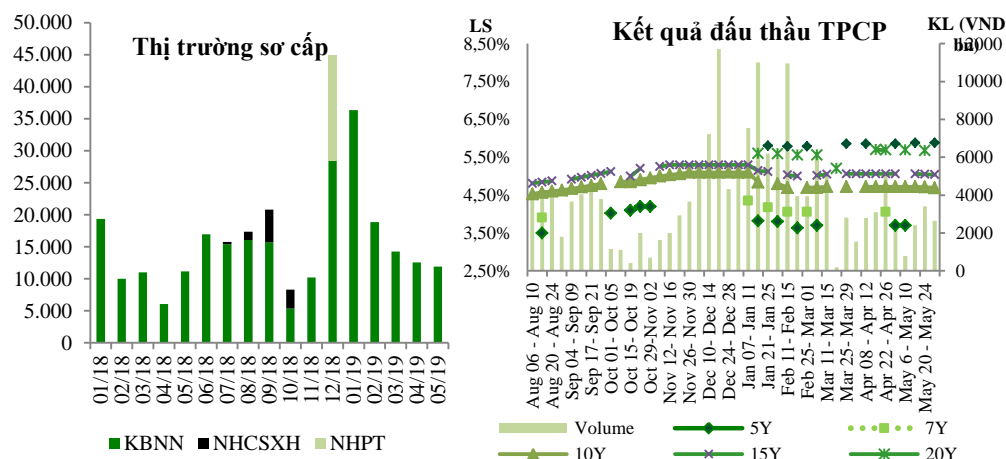
Kỳ hạn 10 và 15 năm tiếp tục là các kỳ hạn huy động được nhiều nhất

11.936 tỷ VND (-5,09% mom) trái phiếu được huy động.

11.936 tỷ VND (-5,09% mom) trái phiếu được huy động trong tháng 5 từ Kho bạc Nhà nước (KBNN). Trong đó, **KBNN tập trung huy động trái phiếu kỳ hạn 10 và 15 năm**. Cụ thể, KBNN huy động 106 tỷ đồng; 4.330 tỷ đồng; 4.000 tỷ đồng; 2.250 và 1.250 tỷ đồng trái phiếu tại các kỳ hạn 5 năm, 10 năm, 15 năm, 20 năm và 30 năm. Kỳ hạn 7 năm không trúng thầu trong tháng 5.

Nhu cầu phát hành không đột biến khiến lãi suất trúng thầu ít biến động trong tháng 5. Tỷ lệ đăng ký - gọi thầu tăng nhẹ từ 2,08 trong tháng trước lên 2,81 lần trong tháng này. Tuy nhiên, tỷ lệ tổng trúng thầu – gọi thầu cũng tăng lên 70,21% trong tháng 5 từ 67,98% trong tháng 4.

Trong khi đó, Ngân hàng Phát triển (NHPT) và Ngân hàng Chính sách Xã hội (NHCSXH) không huy động trái phiếu trong tháng này.



Nguồn: HNX, VCBS

Cập nhật kế hoạch phát hành của KBNN:

Trong 5 tháng đầu năm, có tổng cộng 93.980 tỷ đồng TPCP được phát hành tương đương 36% kế hoạch năm 2019. Tiến độ hoàn thành kế hoạch Quý 2 và cả năm chi tiết như sau:

Kỳ hạn	Kế hoạch 2019	Kế hoạch Q2.2019	Phát hành 5T.2019	Phát hành T5.2019	%HTKH 2019	%HTKH Q2.2019
5Y	40.000	10.000	4.256	106	10,6%	1,1%
7Y	30.000	5.000	3.550	0	11,8%	4%
10Y	70.000	26.000	40.450	4.330	57,8%	35,7%
15Y	78.000	30.000	38.605	4.000	49,5%	34,7%
20Y	20.000	5.000	4.834	2.250	24,2%	61,7%
30Y	22.000	4.000	2.285	1.250	10,4%	36,3%
Tổng cộng	260.000	80.000	93.980	11.936	36,1%	30,6%

Nguồn: BTC, VCBS Research

Tình hình kinh tế vĩ mô:

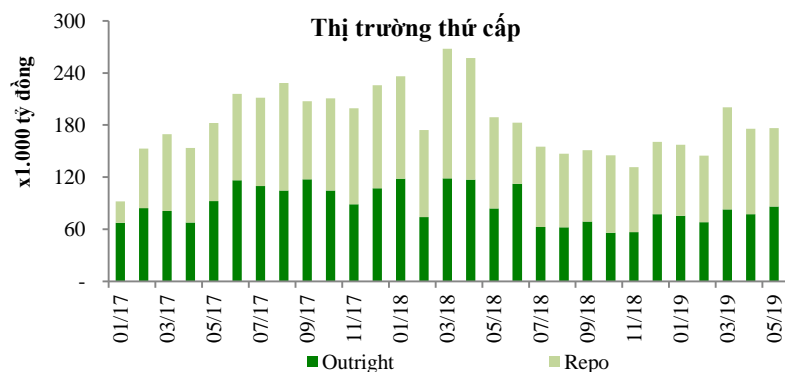
- Theo số liệu của Nikkei, chỉ số PMI của Việt Nam giảm nhẹ từ 52,5 điểm trong tháng 4 còn 52 điểm trong tháng 5. Sản lượng và số lượng đơn đặt hàng mới đều tăng mạnh nhờ thu hút được khách hàng mới. Số liệu tháng đầu năm tiếp tục ủng hộ cho giả định tăng trưởng tiếp tục là điểm sáng đối với các chỉ báo kinh tế vĩ mô. Do đó, VCBS dự báo tăng trưởng GDP Quý 2/2019 đạt 6,67%-6,85%.
- CPI tháng 5/2019 tăng 0,49% so với tháng trước, tương đương tăng 2,88% so với cùng kỳ năm 2018. Trong đó, giá xăng dầu, giá điện tăng ảnh hưởng trực tiếp đến mức tăng của chỉ số. Tuy nhiên, nhóm thực phẩm có xu hướng giảm giá do tâm lý e ngại dịch bệnh, kéo giảm chỉ số giá tiêu dùng. Dự báo tháng 6 nhiều khả năng sẽ tăng thấp hơn tháng trước dựa trên các yếu tố: giá dầu trong nước giảm nhờ xu hướng giảm của giá dầu thế giới; giá điện tăng giá đã phần nào được thể hiện. CPI tháng 6 được dự báo tăng 0,25% - 0,35% mom, tương ứng mức tăng 2,5%-2,6% so với cùng kỳ.
- Căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tiếp tục leo thang trên nhiều khía cạnh như thương mại và công nghệ. Tâm điểm sự kiện tháng 6 là cuộc gặp song phương tại Hội nghị thượng đỉnh G20 được tổ chức tại Nhật Bản. Tuy nhiên, VCBS duy trì quan điểm chiến tranh thương mại sẽ chưa sớm chấm dứt, đồng thời có xu hướng tác động tiêu cực tới tâm lý thị trường.
- Tỷ giá USD/CNY tiếp cận mức 7,0 chủ yếu do căng thẳng thương mại Mỹ-Trung tiếp tục leo thang. Đồng thời tỷ giá USD/VND cũng chịu tác động tiêu cực, nhích tăng sau một thời gian dài được duy trì ổn định. 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. VCBS cho rằng xung các thời điểm diễn ra các sự kiện, biến động lớn trên thị trường thế giới, tỷ giá USD/VND có thể chịu các áp lực nhất định. Tuy nhiên, mức giảm giá của VND tính trên tỷ giá trung tâm sẽ không quá 2% cho cả năm 2019.

Thị trường thứ cấp

176.325 tỷ VND (+0,36% mom) giao dịch trên thị trường thứ cấp.

Thanh khoản thị trường được duy trì trong tháng 5.

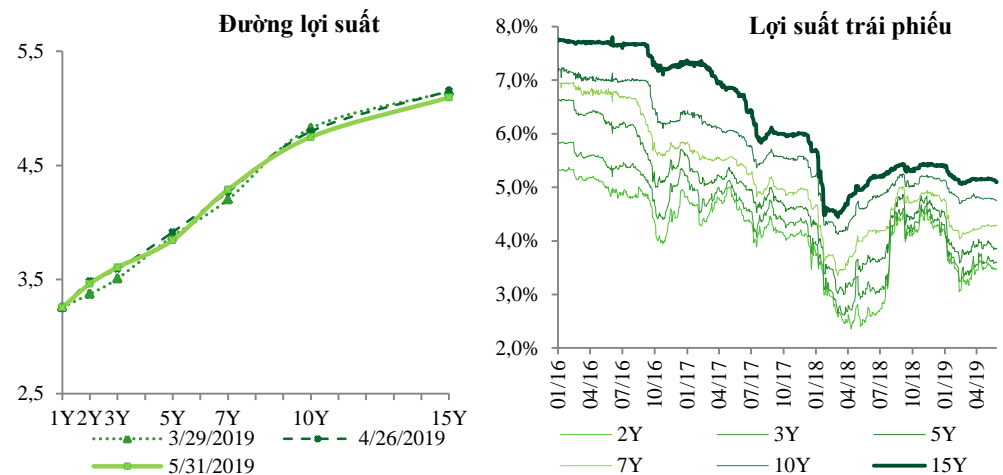
176.325 tỷ VND (+0,36% mom) giao dịch trên thị trường thứ cấp. Thanh khoản thị trường tăng nhẹ so với tháng trước tuy nhiên khối lượng giao dịch trung bình phiên giảm đáng kể còn 8.014 tỷ VND (-13,32% mom). Trong đó, khối lượng giao dịch outright và repo lần lượt đạt 86.163 và 90.162 tỷ đồng.



Nguồn: HNX, VCBS

Đường lợi suất trái phiếu dao động trong biên độ hẹp. 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 tháng 5 ở 3,255% (+0.8 bps mom), 3,462% (-2.3 bps mom), 3,607% (+1.5 bps mom), 3,845% (-7 bps mom), 4,287% (+2 bps mom), 4,748% (-4.9 bps mom), 5,095% (-5.7 bps mom),

Diễn biến lợi suất trong tháng vừa qua có thể được lý giải bởi sự ổn định của các yếu tố kinh tế vĩ mô như: (i) Lạm phát được kiểm soát trong mục tiêu 4%; (ii) Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tiếp tục khởi sắc (iii) Tỷ giá và lãi suất vẫn biến động trong tầm kiểm soát. Cùng với đó, thanh khoản hệ thống ngân hàng dồi dào, đi kèm mặt bằng lãi suất liên ngân hàng giảm nhẹ trong tháng.



Nguồn: Bloomberg, VCBS

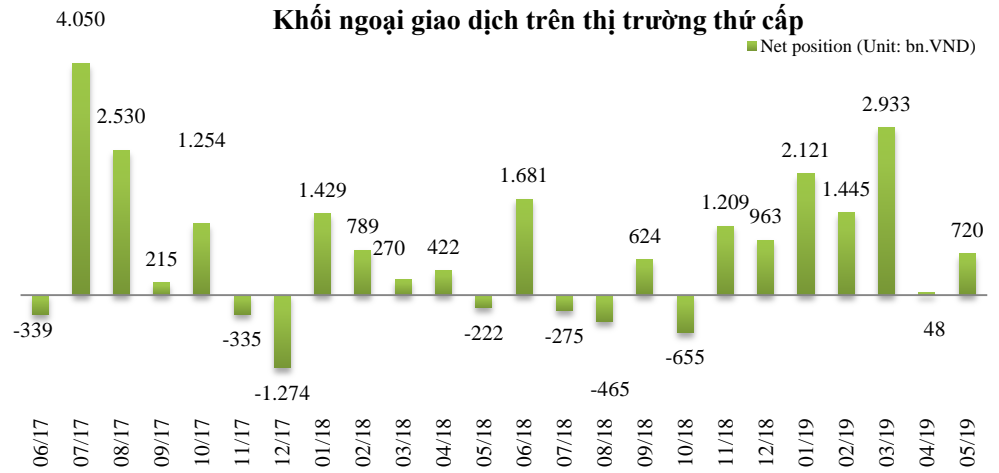
Trong tháng 6, chúng tôi đánh giá áp lực tăng lên lợi suất trái phiếu dần hiện hữu trong bối cảnh: (1) Kỳ vọng của các thành viên trên thị trường thận trọng hơn khi chi phí vốn vẫn đang ở mức cao hơn. (2) Căng thẳng thương mại Mỹ - Trung chưa thể sớm chấm dứt. Kéo theo đó, là tâm lý thận trọng hơn trước khi các yếu tố bất ổn tăng cao. Cụ thể, lợi tức trái phiếu chính phủ Mỹ kỳ hạn 10 năm liên tục giảm về mức thấp nhất trong gần 2 năm trở lại đây kéo theo cảnh báo đường cong lãi suất đảo ngược và rủi ro khủng hoảng trong tương lai.

Mặc dù vậy, mức tăng của lợi suất nếu có sẽ không nhiều dựa trên các yếu tố tích cực như: (1) Các yếu tố kinh tế vĩ mô trong nước vẫn tăng trưởng ổn định. (2) Vốn đầu tư trực tiếp nước ngoài tiếp tục khởi sắc với mức kỷ lục về cả số dự án và vốn đăng ký cấp mới. Cụ thể, tính đến thời điểm 20/5/2019, số dự án cấp mới là 1.363 dự án với tổng vốn đăng ký đạt 6,5 tỷ USD, lần lượt tăng 26,7% và 38,7% so với cùng kỳ năm 2018.

Tổng hợp lại các yếu tố trên, chúng tôi nghiêng nhiều về kịch bản lãi suất sẽ tiếp tục dao động trong biên độ hẹp, trước khi đi đón nhận áp lực tăng trong quý 3. Cùng với đó, VCBS cho rằng sản phẩm hợp đồng tương lai phái sinh dự kiến ra mắt đầu tháng 7 ([xem chi tiết tại Phụ lục 2](#)) nhiều khả năng sẽ làm tăng biên độ dao động của lợi suất trên thị trường cơ sở.

Khối ngoại mua ròng 720 tỷ đồng trên thị trường.

Khối ngoại mua ròng 720 tỷ đồng trên thị trường, ghi nhận tháng thứ bảy khối ngoại mua ròng liên tiếp. Mua ròng được ghi nhận tập trung chủ yếu ở kỳ hạn dưới 3 năm.



Nguồn: HNX, VCBS

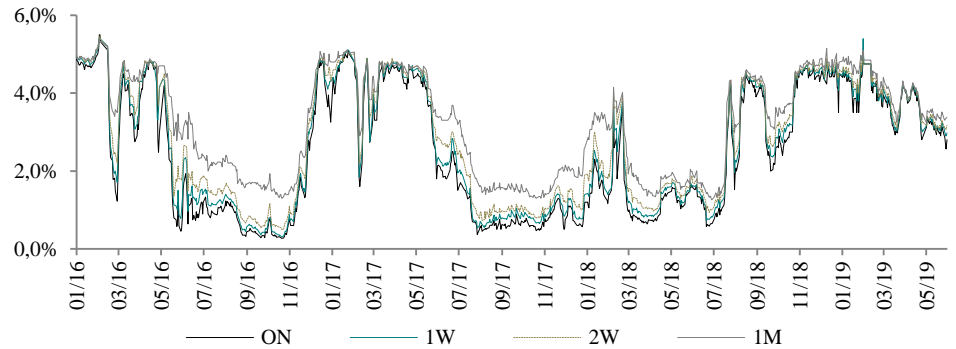
Lãi suất

Lãi suất liên ngân hàng

Lãi suất giảm nhẹ trên thị trường liên ngân hàng.

Lãi suất giảm nhẹ trên thị trường liên ngân hàng. Cuối tháng 5, lãi suất các kỳ hạn ON-3M được ghi nhận lần lượt ở 2,8%, 2,975%, 3,175%, 3,375% và 3,875%.

Lãi suất liên ngân hàng ổn định và có xu hướng giảm nhẹ trong tháng 5 nhờ thanh khoản cải thiện sau khi các nhu cầu ngắn hạn về nguồn vốn đã được đáp ứng.



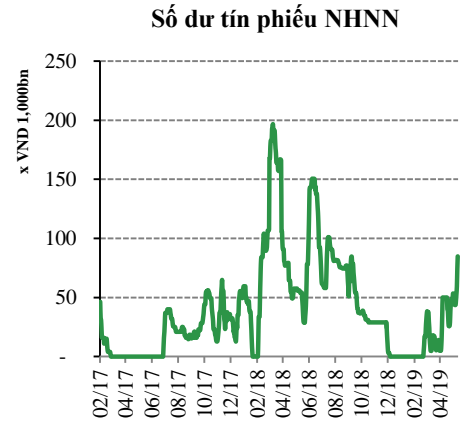
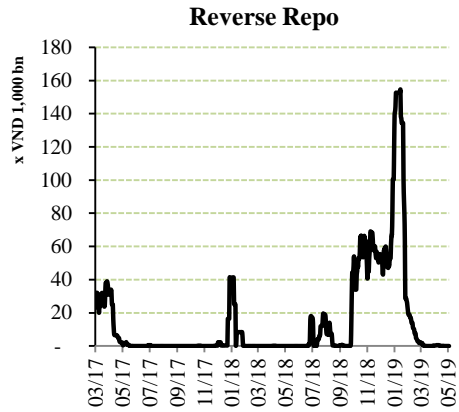
Nguồn: Bloomberg, VCBS

Trong bối cảnh những bất ổn leo thang, **mặt bằng lãi suất liên ngân hàng nhiều khả năng sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao hơn so với cùng kỳ năm ngoái.** Tuy nhiên, điều này chỉ thể hiện mặt bằng chi phí vốn cao hơn trong bối cảnh NHNN kiên định với các mục tiêu về đảm bảo các tỷ lệ an toàn, tiếp cận với các chuẩn mực quốc tế. Tuy vậy, chúng tôi cho rằng sẽ không xảy ra trạng thái thiếu hụt thanh khoản: (1) Lượng trái phiếu đáo hạn 2019 tiếp tục tập trung vào nửa đầu năm (Khối lượng đáo hạn tháng 6 đạt 6.000 tỷ đồng, tương đương 5,02% tổng khối lượng đáo hạn trong năm). (2) Giải ngân đầu tư công từ đầu năm đến 15/5 đạt 82,5 nghìn tỷ đồng, bằng 19,2% dự toán năm- tốc độ chậm và không nhiều đột biến so với cùng kỳ.

Thị trường mở

NHNN hút ròng 35.106 tỷ VND thông qua nghiệp vụ thị trường mở.

NHNN hút ròng 35.106 tỷ VND thông qua nghiệp vụ thị trường mở. NHNN có hoạt động bơm hút vốn ròng xen kẽ giữa các tuần trong tháng 5. Cụ thể, 612 tỷ VND reverse repo được phát hành, trong khi giá trị đáo hạn tháng trước đạt 918 tỷ VND. Bên cạnh đó, thanh khoản có dấu hiệu dồi dào rõ nét hơn khi Ngân hàng Nhà nước cũng phát hành khối lượng lớn 203.131 tỷ VND tín phiếu hấp thụ một phần thanh khoản.



Nguồn: Bloomberg, VCBS

HẾT.

PHỤ LỤC
Thị trường sơ cấp

Tháng	Kho Bạc Nhà Nước							VDB	VBSP	Khác	
	KLPH	5 Năm	7 Năm	10 Năm	15 Năm	20 Năm	30 Năm	KLPH	KLPH	KLPH	KLPH
05/18	11.178	3	N/A	4,26	4,6	5,14	N/A	0	0	0	11.178
06/18	16.940	3.1	N/A	4,37	4,7	5,20	N/A	0	0	0	16.940
07/18	15.420	3,45	3,9	4,48	4,78	5,22	5.42	0	350	0	15.770
08/18	16.060	3,5	3,9	4,63	4,87	N/A	N/A	0	0	0	16.080
09/18	15.700	3,5	3,9	4,8	5,07	5,22	5.42	0	5.100	0	20.800
10/18	5.366	4,2	N/A	4,95	5,2	N/A	N/A	0	2.940	0	8.306
11/18	10.220	N/A	N/A	5,1	5,3	N/A	N/A	0	0	0	10.220
12/18	28.450	N/A	N/A	5,1	5,3	N/A	N/A	16.545	0	0	44.995
01/19	36.344	3.8	4.17	4,8	5,12	5,59	5.80	0	0	0	36.344
02/19	18.850	3.63	4.05	4,7	5,00	5,56	5,79	0	0	0	18.850
03/19	14.275	3.70	N/A	4,72	5,06	5,20	5,85	0	0	0	14.275
04/19	12.576	N/A	4,05	4,72	5,06	5,69	5,85	0	0	0	12.576
05/19	11.936	3,7	N/A	4,69	5,04	5,68	5,88	0	0	0	11.936

Thị trường Thứ cấp

Tháng	Trái phiếu		Tín phiếu kho bạc		Tổng
	Outright	Repo	Outright	Repo	
05/18	83,940	104,896	-	-	188,836
06/18	112,344	70,399	-	-	182,733
07/18	62,423	92,597	-	-	155,020
08/18	62,332	84,661	-	-	146,993
09/18	68,966	81,990	-	-	150,956
10/18	55,760	89,321	-	-	145,081
11/18	56,834	74,806	-	-	131,640
12/18	77,194	83,527	-	-	160,721
01/19	75,609	81,829	-	-	157,438
02/19	68,127	76,721	-	-	144,848
03/19	82,809	117,631	-	-	200,440
04/19	77,210	98,480	-	-	175,690
05/19	86,163	90,162	-	-	176,325

Thị trường mở

Month	Reverse Repo				Outright			
	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế	Đáo hạn	Gọi thầu	Số dư trong tháng	Lũy kế
05/18	170	170	0	0	80,280	55,840	(24,440)	54,140
06/18	0	0	0	0	54,140	150,499	96,359	150,499
07/18	15,993	17,993	2,000	2,000	112,500	44,461	(68,039)	82,461
08/18	37,167	42,869	5,702	7,702	35,312	28,482	(6,830)	75,630
09/18	15,401	8,155	(7,246)	456	50,000	52,950	2,950	78,581
10/18	16,018	60,562	44,544	45,000	62,591	15,070	(47,521)	31,060
11/18	237,878	237,663	(215)	44,785	2,100	0	(2,100)	28,960
12/18	25,929	32,208	6,279	51,064	28,960	0	(28,960)	0
01/19	184,354	280,582	93,228	144,292	0	0	0	0
02/19	188,097	64,776	(123,321)	20,972	0	0	0	0
03/19	50,248	30,911	(19,337)	1,635	54,499	59,399	4,900	4,900
04/19	1,830	501	(1,329)	306	37,101	82,199	45,098	49,998
05/19	918	612	(306)	0	168,330	203,131	34,800	84,799

PHỤ LỤC 2. Thông tin cơ bản Hợp đồng tương lai trái phiếu

Hợp đồng mẫu

Điều khoản	HĐTL TPCP 5 năm
Mã hợp đồng	VGB5Fyymm
Tài sản cơ sở	TP giả định: TPCP kỳ hạn 5 năm, mệnh giá 100.000 đồng, lãi suất danh nghĩa 5,0%/năm, trả lãi định kỳ cuối kỳ 12 tháng/lần, trả gốc một lần khi đáo hạn
Hệ số nhân hợp đồng	10.000
Mệnh giá TP	100.000
Quy mô hợp đồng	1 tỷ (đối với HĐTL VN30 thì quy mô HĐ khoảng 90 triệu)
Biên độ trần sàn	+/- 3%
Bước giá/ đơn vị yết giá	1 đồng
Tỷ lệ ký quỹ ban đầu (IM)	2.5% => khoảng 25 triệu ký quỹ/HĐ (Nếu tỷ lệ 10% => ~ 100 triệu ký quỹ/HĐ)
Tỷ lệ ký quỹ chuyển giao (DM)	Tối thiểu 5%
Ngày đáo hạn/GDCC	Ngày 15 của tháng cuối quý

Giá thị trường

Giá tham chiếu tại ngày niêm yết	VSD cung cấp
Giá thanh toán cuối ngày DSP (dùng để tính lãi/lỗ hàng ngày)	DSP = Giá ATC CKPS.
Giá thanh toán cuối cùng FSP (dùng để tính lãi/lỗ và giá trị thanh toán đáo hạn tại ngày GDCC)	FSP = DSP = giá ATC CKPS (khác so với HĐTL chỉ số: FSP = giá ATC cơ sở) ⇒ Các vị thế mở mới trong phiên ATC của ngày GDCC luôn có lãi/lỗ VM = 0 ⇒ Rủi ro biến động giá bất thường tại phiên ATC ngày GDCC dẫn tới giá thanh toán đáo hạn quá cao hoặc quá thấp so với giá trị thực của TP chuyển giao.

Thanh toán đáo hạn

Ý nghĩa	Dùng để thanh toán thay cho TPCP là tài sản cơ sở của HĐTL TPCP
Cách xác định	Rủ TPCP chuyển giao được công bố lần đầu vào 03 ngày trước ngày GD đầu tiên. Cập nhật hàng ngày nếu có TP mới đủ điều kiện cho tới ngày chốt rõ Rủ được công bố trên website HNX
Ngày chốt rõ	30 ngày trước ngày GDCC
Ảnh hưởng của việc lựa chọn TPCG	Làm thay đổi nghĩa vụ thanh toán tiền của bên LONG và giá trị tiền bên SHORT được nhận
Công thức tiền thanh toán	$FSP * CF * M + AI$ Trong đó: M : Hệ số nhân hợp đồng FSP : Giá thanh toán cuối cùng AI : Là lãi trái phiếu được hưởng chưa được thanh toán tính từ kỳ trả lãi trước đến ngày thanh toán cuối cùng (do SGDCK cung cấp). CF : Hệ số chuyển đổi (do SGDCK cung cấp) ❖ Giá trị CF của TPCG có giá trị ≈ 1 và $AI \approx 0$ ⇒ Tiền thanh toán \approx GTHĐ tạm tính = FSP * M

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

Đặng Khánh Linh

Chuyên viên Phân tích

dklinh@vcbs.com.vn