

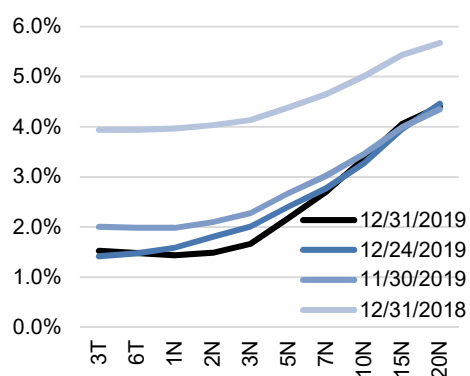
Chỉ số vĩ mô

Hàng quý	4Q19	3Q19	2Q19
GDP (% n/n)	6.97	7.31	6.73
FDI giải ngân (tỷ USD)	6.16	5.12	4.98
Hàng tháng	12/19	11/19	10/19
CPI (% n/n)	5.23	3.52	2.24
PMI	6.20	5.41	9.20
Xuất khẩu (% n/n)	10.15*	4.66	7.33
Nhập khẩu (% n/n)	10.98*	-0.87	2.89

Nguồn: GSO, Nikkei, IHS Markit, Bloomberg, FIA.

* GSO estimate.

Đường cong lợi suất TPCP



Nguồn: HNX, Bloomberg

Ngân hàng nhà nước hút ròng thanh khoản khi lãi suất liên ngân hàng sụt giảm

Ngân hàng nhà nước hút tiền ra khỏi hệ thống ngân hàng. Trong tháng 12, ngân hàng trung ương đã thực hiện hút ròng tổng cộng 46.4 nghìn tỷ đồng ra khỏi hệ thống ngân hàng thông qua kênh repo khi mà họ chỉ bơm ra 60.8 nghìn tỷ đồng thông qua các hợp đồng repo mới với kỳ hạn 14 ngày để phần nào hấp thụ 107.1 nghìn tỷ đồng của các hợp đồng repo đáo hạn. Bên cạnh đó, tháng 12 vắng bóng các hoạt động phát hành tín phiếu kho bạc. ([Trang 2](#))

Lãi suất qua đêm liên ngân hàng rơi mạnh xuống mức thấp nhất năm 2019.

Trong tháng 12/2019, lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng (LNH) giảm mạnh trong khi lãi suất kỳ hạn dài ít nhạy cảm hơn. Cụ thể, lãi suất qua đêm ghi nhận thấp nhất trong năm 2019 ở mức 1.43% so với 3.93% trong tháng 11. Bên cạnh đó, các lãi suất ngắn hạn khác với kỳ hạn 1 tuần, 2 tuần, và 1 tháng cũng lần lượt giảm mạnh về mức 2.29% (-184 điểm cơ bản), 3.12% (-110 điểm cơ bản), và 3.9% (-14 điểm cơ bản). Ngược lại, lãi suất với các kỳ hạn dài ít biến động hơn. Cụ thể, lãi suất LNH với kỳ hạn 3 tháng và 9 tháng lần lượt tăng lên 5.1% (+53 điểm cơ bản) và 5.86% (+116 điểm cơ bản), trong khi lãi suất 6 tháng giảm nhẹ xuống 4.64% (-33 điểm cơ bản). ([Trang 3](#))

Lợi suất trái phiếu ghi nhận mức thấp nhất năm 2019. Trên thị trường sơ cấp, theo dữ liệu thu thập từ sàn HNX, Kho bạc Việt Nam (VST) chào thầu tổng cộng 15.5 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ và đấu thầu thành công 10.9 nghìn tỷ đồng (bao gồm 2.5 nghìn tỷ đồng các giao dịch trúng thầu bổ sung) trong 3 phiên đấu thầu trong tháng 12/2019. Giá trị chào thầu và trúng thầu lần lượt giảm 11.43% t/t và 20.91% t/t. Bên cạnh đó, tỷ lệ trúng thầu tiếp tục giảm xuống 70.1% từ mức 78.5% trong tháng 11, cùng xu hướng giảm với giá trị giao dịch. ([Trang 5](#))

Đường cong lợi suất trở nên phẳng hơn. Tại thời điểm cuối tháng 12, lợi suất TPCP kỳ hạn 1 năm và 2 năm đạt mức 1.44% và 1.49%, giảm 55 và 61 điểm cơ bản so với tháng 11, trong khi lợi suất các kỳ hạn ngắn hơn 3 tháng và 6 tháng đạt mức 1.53% và 1.48%, thấp hơn 48 và 50 điểm cơ bản. Có thể thấy lợi suất trong trung hạn (1 năm và 2 năm) giảm mạnh hơn lợi suất trong ngắn hạn. Hiện tượng trên dường như cho thấy kỳ vọng của thị trường đối với lợi suất TPCP kỳ hạn ngắn có thể sẽ giảm trong thời gian tới. ([Trang 6](#))

Nguyễn Trọng Ý

Vĩ mô – Trưởng nhóm

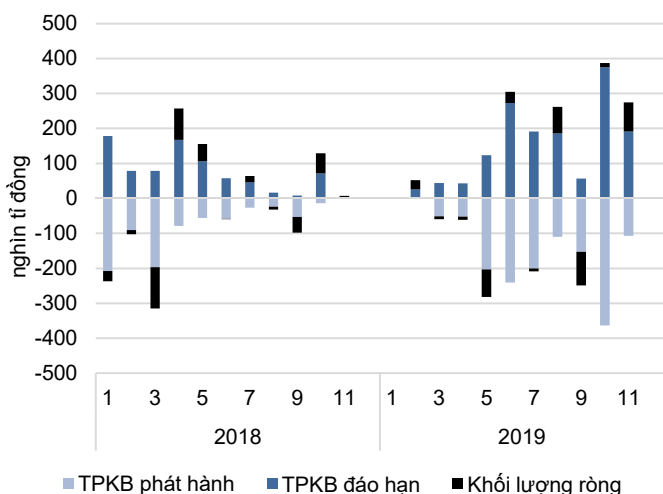
(+84-28) 3914 8585 - Ext: 1463

y.nt@kisvn.vn

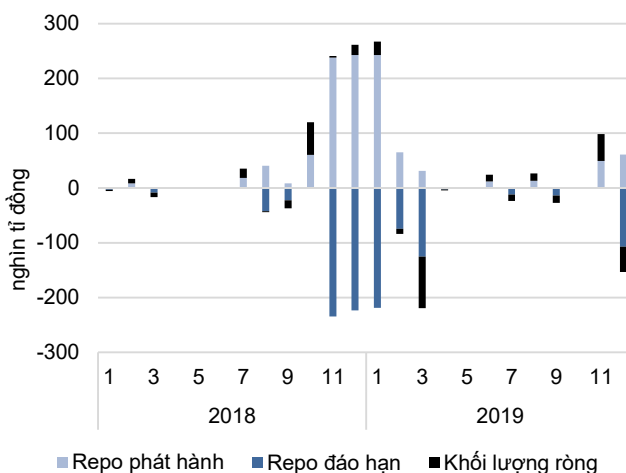
Ngân hàng nhà nước hút tiền ra khỏi hệ thống ngân hàng

Trong tháng 12, ngân hàng trung ương đã thực hiện hút ròng tổng cộng 46.4 nghìn tỷ đồng ra khỏi hệ thống ngân hàng thông qua kênh repo khi mà họ chỉ bơm ra 60.8 nghìn tỷ đồng thông qua các hợp đồng repo mới với kỳ hạn 14 ngày để phân nào hấp thụ 107.1 nghìn tỷ đồng của các hợp đồng repo đáo hạn. Bên cạnh đó, tháng 12 vắng bóng các hoạt động phát hành tín phiếu kho bạc (TPKB).

Hình 01. Giao dịch TPKB

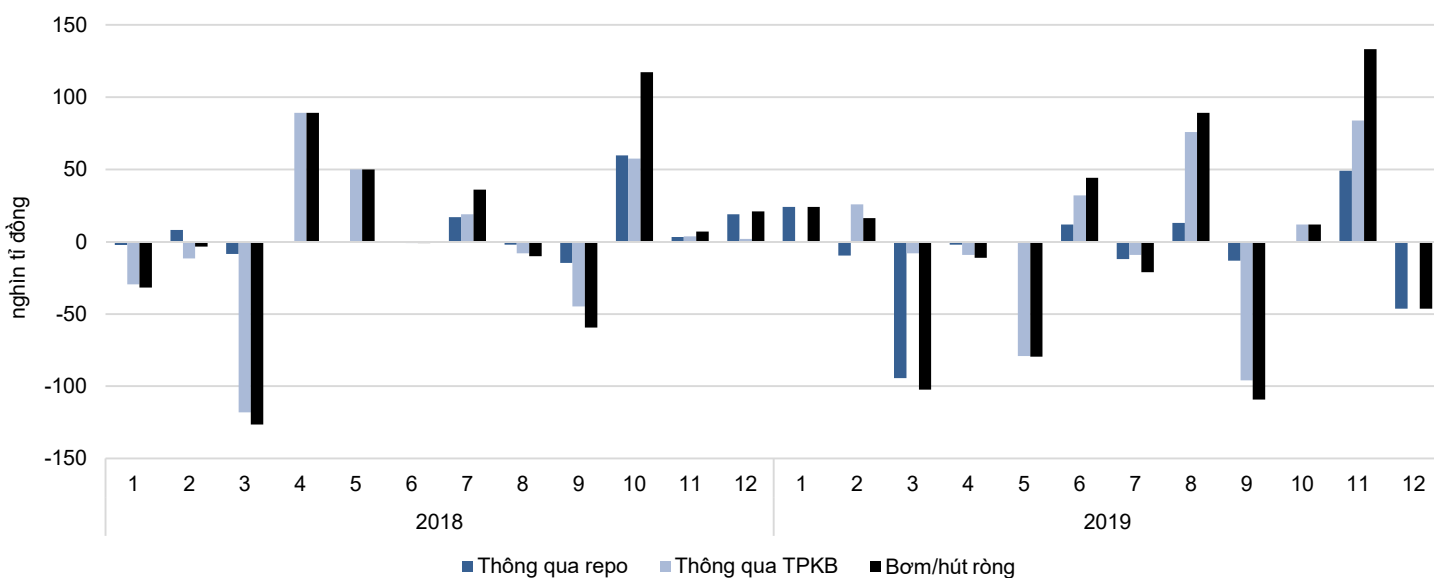


Hình 02. Giao dịch Repo



Nguồn: Bloomberg, SBV, and KIS

Hình 03. Bơm ròng (Hút ròng) trên thị trường mở

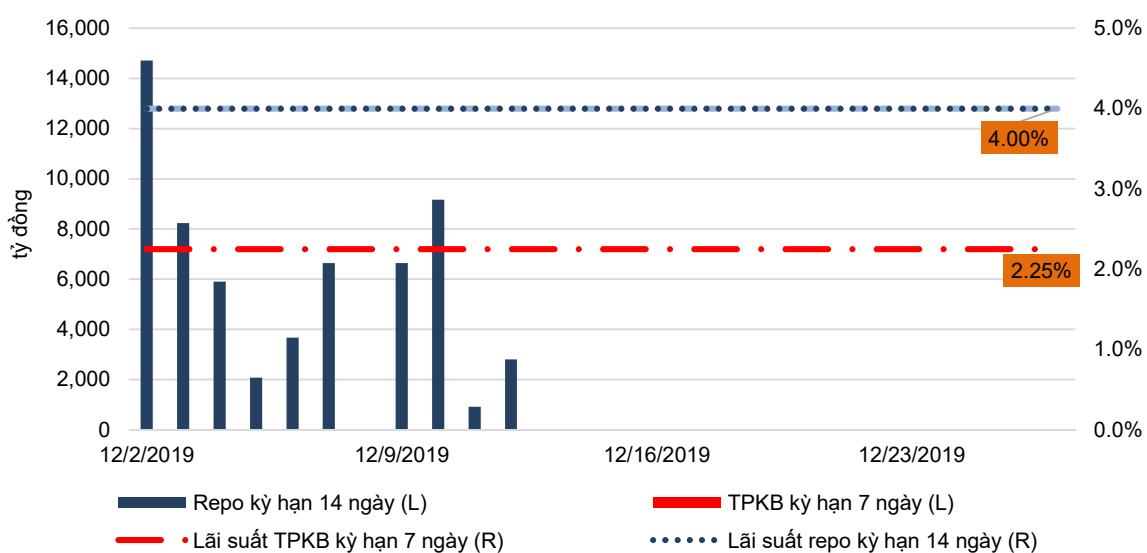


Nguồn: Bloomberg, KIS, SBV

Đặc biệt, trong suốt tháng 12, ngân hàng trung ương chỉ sử dụng các hợp đồng repo với kỳ hạn 14 ngày trên thị trường mở. Trong khoản thời gian thiếu hụt thanh khoản

trầm trọng trên thị trường tiền tệ vào đầu tháng 12, ngân hàng nhà nước tập trung bơm tiền ra thị trường thông qua kênh repo, nhưng sau đó họ gần như dừng chào thầu các hợp đồng repo mới vào nửa cuối tháng. Do đó, tổng các khoản repo đáo hạn vượt xa tổng mức các hợp đồng repo mới được chào thầu vào nửa sau tháng 12. Bên cạnh đó, lãi suất cho vay của các hợp đồng repo kỳ hạn 14 ngày là không đổi so với trước đó, ở mức 4%.

Hình 04. Giao dịch hằng ngày trên thị trường mở trong tháng 12

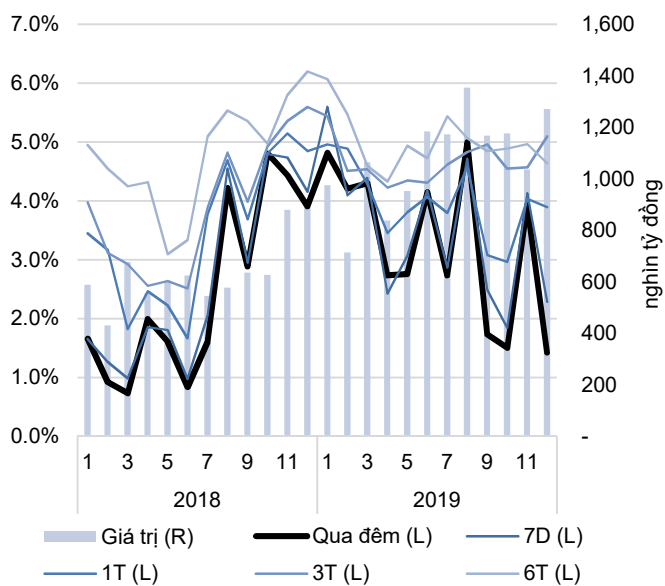


Nguồn: Bloomberg, KIS, SBV

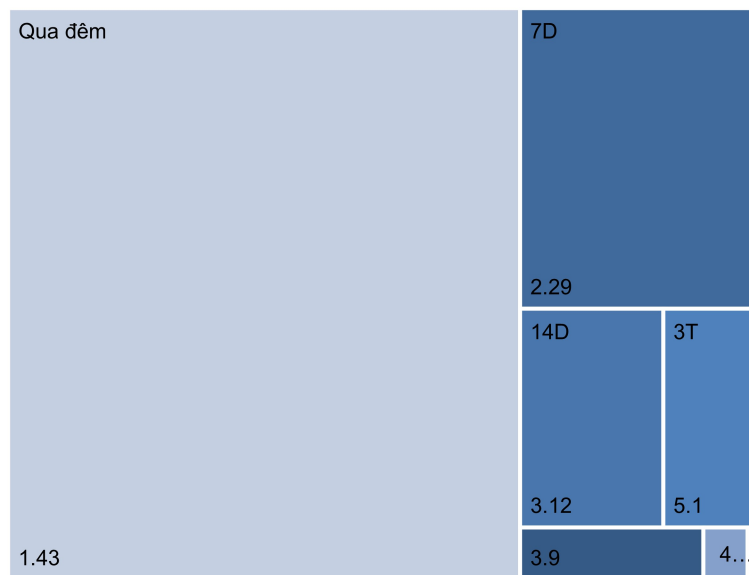
Lãi suất qua đêm liên ngân hàng rơi mạnh xuống mức thấp nhất năm 2019

Trong tháng 12 2019, lãi suất ngắn hạn trên thị trường liên ngân hàng (LNH) giảm mạnh trong khi lãi suất với kỳ hạn dài hơn lại ít nhạy cảm hơn. Cụ thể, lãi suất qua đêm ghi nhận thấp nhất trong năm 2019 ở mức 1.43% so với 3.93% trong tháng 11. Có thể thấy lãi suất qua đêm biến động mạnh trong thời điểm cuối năm khi dao động liên tục chạm các mức giới hạn trên và giới hạn dưới của biên độ lãi suất từ 2% - 4.5%. Bên cạnh đó, các lãi suất ngắn hạn khác với kỳ hạn 1 tuần, 2 tuần, và 1 tháng cũng lần lượt giảm mạnh về mức 2.29% (-184 điểm cơ bản), 3.12% (-110 điểm cơ bản), và 3.9% (-14 điểm cơ bản). Ngược lại, lãi suất với các kỳ hạn dài hơn lại ít biến động hơn. Cụ thể, lãi suất LNH với kỳ hạn 3 tháng và 9 tháng lần lượt tăng lên 5.1% (+53 điểm cơ bản) và 5.86% (+116 điểm cơ bản), trong khi lãi suất 6 tháng lại giảm 4.64% (-33 điểm cơ bản).

Hình 05. Giao dịch LNH



Hình 06. Cơ cấu kỳ hạn (% , lãi suất năm)

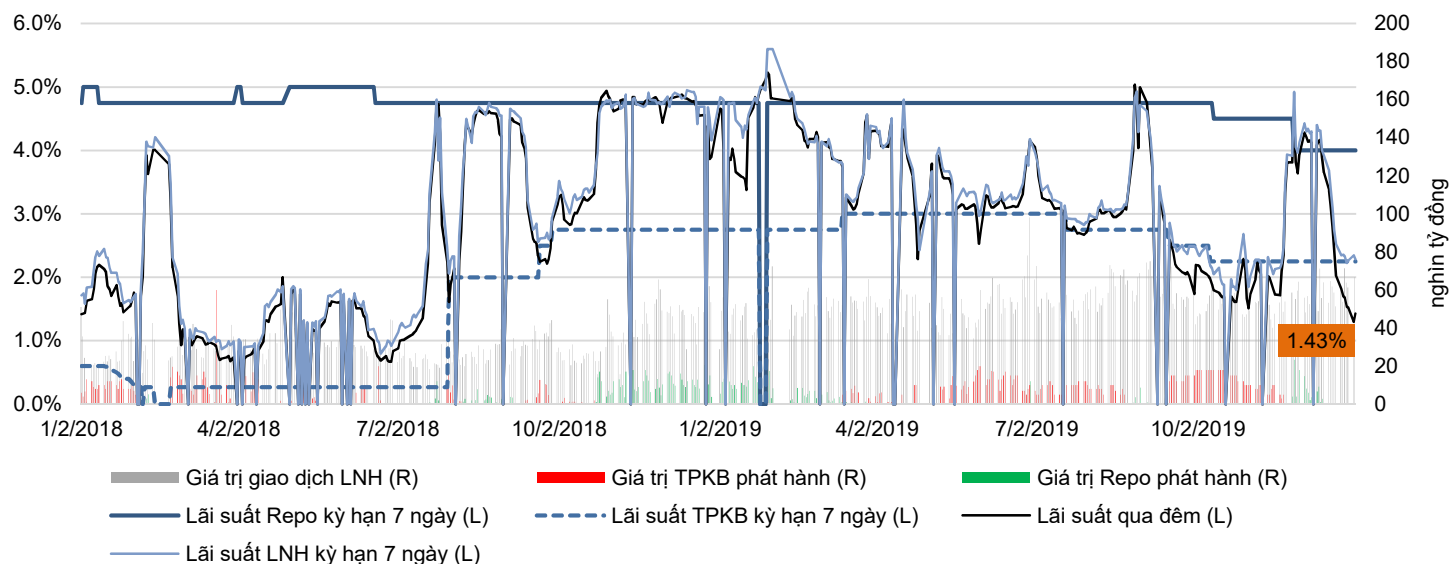


Nguồn: Bloomberg, KIS, SBV

Dựa trên giá trị giao dịch trên thị trường LNH, tổng lượng giao dịch trong tháng 12 tăng vọt 22.6% so với tháng 11, đạt mức 1,270.1 nghìn tỷ đồng. Trong đó, giao dịch trên thị trường tập trung chủ yếu ở kỳ hạn qua đêm với giá trị giao dịch đạt 868.8 nghìn tỷ đồng, chiếm 68.37% tổng giá trị giao dịch. Bên cạnh đó, lượng giao dịch với các kỳ hạn 1 tuần, 2 tuần, 1 tháng, 3 tháng, 6 tháng, và 9 tháng lần lượt đạt 211.1, 93.1, 28.4, 61, 6.8, và 1.4 nghìn tỷ đồng, đóng góp 16.61%, 7.33%, 2.24%, 4.80%, 0.54%, và 0.11% tổng giá trị giao dịch.

Trên biểu đồ ngày, mặc dù lãi suất qua đêm đã giảm thấp hơn mức giới hạn dưới của biên lãi suất, ngân hàng trung ương vẫn chưa sử dụng công cụ tín phiếu kho bạc để hút bớt thanh khoản ra khỏi thị trường. Các lí do chủ yếu cho việc duy trì thanh khoản cao đối với hệ thống ngân hàng cũng như lãi suất ngắn hạn ở mức thấp có thể bắt nguồn từ nhu cầu tăng vốn và cho vay ngắn hạn cao của các ngân hàng thương mại quốc doanh.

Hình 07. TPKB, repo và lãi suất LNH kỳ hạn 7 ngày



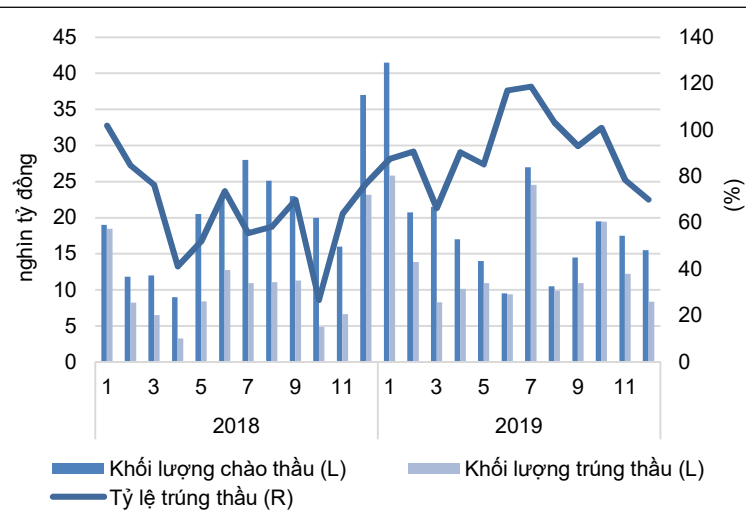
Nguồn: Bloomberg, KIS, SBV

Lợi suất trái phiếu ghi nhận mức thấp nhất năm 2019

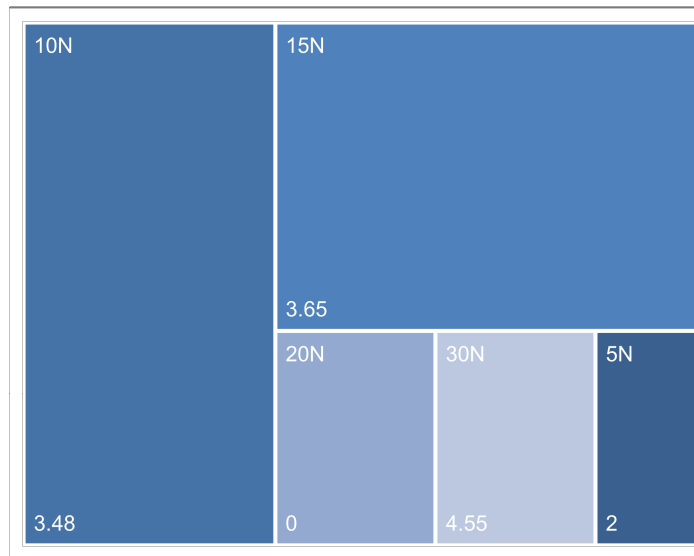
Trên thị trường sơ cấp, theo dữ liệu thu thập từ sàn HNX, Kho bạc Việt Nam (VST) chào thầu tổng cộng 15.5 nghìn tỷ đồng trái phiếu chính phủ (TPCP) và đấu thầu thành công 10.9 nghìn tỷ đồng (bao gồm 2.5 nghìn tỷ đồng các giao dịch trúng thầu bổ sung) trong 3 phiên đấu thầu trong tháng 12 2019. Giá trị chào thầu và trúng thầu lần lượt giảm 11.43% t/t và 20.91% t/t. Bên cạnh đó, tỷ lệ trúng thầu tiếp tục giảm xuống 70.1% từ mức 78.5% trong tháng 11, cùng xu hướng giảm với giá trị giao dịch.

Về cơ cấu giá trị giao dịch, TPCP với kỳ hạn 10 năm và 15 năm được giao dịch nhiều nhất trong tháng, với giá trị giao dịch lần lượt được ghi nhận ở mức 4.35 và 4.45 nghìn tỷ đồng, chiếm 40.06% và 40.98% tổng giá trị giao dịch. Tính hết năm 2019, VST đã huy động tổng cộng 208.6 nghìn tỷ đồng TPCP, đạt 74.51% kế hoạch phát hành trong năm.

Hình 08. Giá trị đấu thầu TPCP



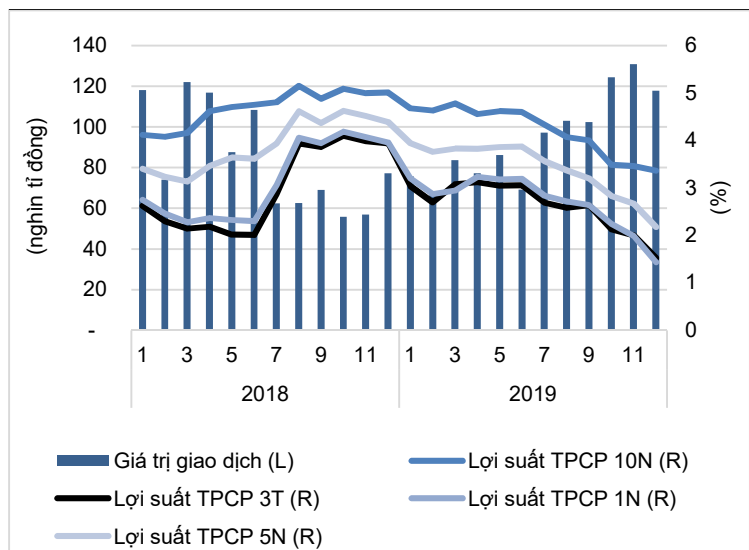
Hình 09. Cơ cấu theo kỳ hạn (% , lãi suất năm)



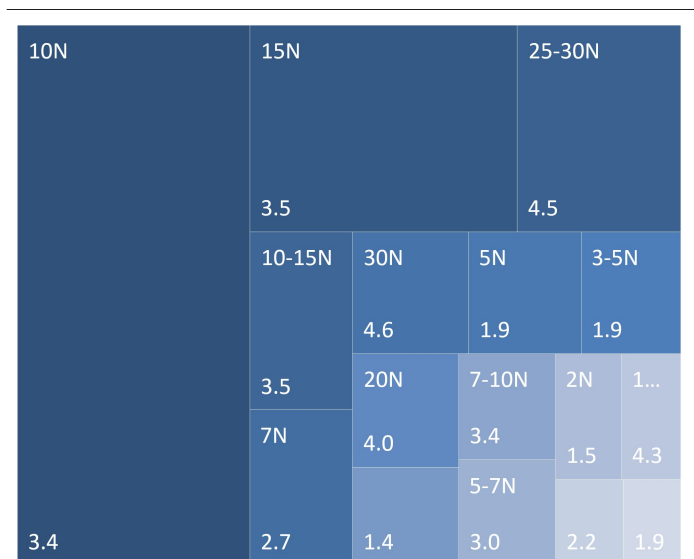
Nguồn: Bloomberg, KIS, SBV

Trên thị trường thứ cấp, tổng giá trị giao dịch TPCP trong tháng 12 giảm 9.91% so với tháng 11, đạt mức 117.9 nghìn tỷ đồng, cùng với lợi suất trái phiếu tiếp tục giảm. Trong đó, các giao dịch tập trung chủ yếu ở các kỳ hạn 10 năm và 15 năm, với lượng giao dịch lần lượt ghi nhận 41.0 nghìn tỷ đồng (chiếm 34.79% tổng giá trị giao dịch) và 18.0 nghìn tỷ đồng (chiếm 15.30%). Lợi suất trái phiếu giảm ở hầu hết các kỳ hạn, đa số đều ghi nhận mức thấp nhất trong năm. Tại thời điểm cuối năm, lợi suất trái phiếu với các kỳ hạn 3 tháng, 1 năm, 5 năm và 10 năm lần lượt ghi nhận mức 1.53%, 1.44%, 2.18%, và 3.37%, giảm lần lượt 48, 55, 49 và 9 điểm cơ bản so với tháng 11.

Hình 10. Giao dịch TPCP và lợi suất TPCP



Hình 11. Cơ cấu theo kỳ hạn (% , lãi suất năm)



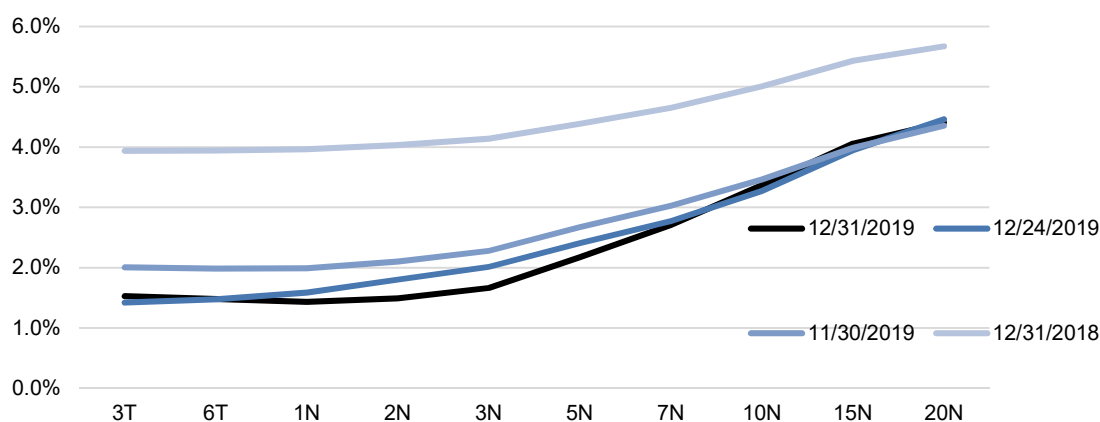
Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Đường cong lợi suất trở nên phẳng hơn

Tại thời điểm cuối tháng 12, lợi suất TPCP kỳ hạn 1 năm và 2 năm ghi nhận ở mức 1.44% và 1.49%, giảm 55 và 61 điểm cơ bản so với tháng 11, trong khi lợi suất các kỳ hạn ngắn hơn 3 tháng và 6 tháng đạt mức 1.53% và 1.48%, thấp hơn 48 và 50 điểm cơ bản. Có thể thấy lợi suất trong trung hạn (1 năm và 2 năm) giảm mạnh hơn lợi suất trong ngắn hạn. Hiện tượng trên dường như cho thấy kỳ vọng của thị trường đối với lợi suất TPCP kỳ hạn ngắn có thể sẽ giảm trong thời gian tới. Một số lý do thích hợp để giải thích kỳ vọng thị trường về lợi suất TPCP ở thời điểm hiện tại:

- Áp lực lạm phát thấp trong năm 2020. Lạm phát trung bình trong năm 2019 đạt mức 2.79%, thấp hơn đáng kể so với mức 3.54% trong năm 2018 cũng như mức lạm phát mục tiêu 4% của chính phủ, cho thấy kỳ vọng lạm phát trong năm 2020 sẽ vẫn duy trì ở mức thấp. Theo đó, các nhà đầu tư chấp nhận lợi suất trái phiếu ở mức thấp hơn với kỳ vọng lạm phát trong tương lai như trên.
- Chính sách tiền tệ nới lỏng ở các nền kinh tế phát triển. Lãi suất điều hành ở một số nước phát triển tiếp tục giảm nhằm kích thích tăng trưởng kinh tế trong năm 2019 và các năm tới, và chính sách nới lỏng tiền tệ này được kỳ vọng sẽ tiếp tục được duy trì và mở rộng trong năm 2020. Vì vậy, xu hướng giảm của lãi suất toàn cầu, trong bối cảnh tỷ giá USD/VND được duy trì ổn định, sẽ gây áp lực giảm lợi suất trái phiếu.

Hình 10. Đường cong lợi suất



Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Bảng điểm vĩ mô

	07-19	08-19	09-19	10-19	11-19	12-19	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2016	2017	2018	2019
Tăng trưởng GDP thực (%)							6.82	6.73	7.31	6.97	6.21	6.81	7.08	7.02
Vốn FDI đăng ký (Tỷ USD)	1.75	2.41	3.54	2.95	2.68	6.23	10.09	10.81	7.66	11.86	20.95	35.88	35.47	38.02
GDP đầu người (USD)											2,172	2,353	2,551	2,730
Tỷ lệ thất nghiệp (%)											2.33	2.21	2.21	2.25
Xuất khẩu (Tỷ USD)	22.98	25.88	23.36	22.40	22.79	21.80	58.76	63.77	72.22	68.83	176.6	215.1	243.5	263.6
Nhập khẩu (Tỷ USD)	22.94	22.45	21.75	22.50	22.34	22.80	57.09	63.68	67.14	66.51	175.0	213.2	236.7	254.4
Tăng trưởng xuất khẩu (%)	11.10	10.41	10.68	7.33	4.66	10.15	5.10	9.17	10.72	7.29	8.99	21.82	13.19	8.16
Tăng trưởng nhập khẩu (%)	7.53	5.87	11.77	2.89	-0.87	10.98	7.25	10.12	8.30	4.22	5.55	21.85	11.01	7.41
Lạm phát (% n/n)	2.44	2.26	1.98	2.48	3.25	2.79	2.63	2.66	2.23	2.79	2.66	3.53	3.54	2.79
USDVND	23,205	23,196	23,203	23,202	23,197	23,173	23,189	23,301	23,203	23,173	22,761	22,698	23,175	23,173
Tăng trưởng tín dụng (%)	7.48	8.16	9.40			13.70	3.13	7.36	9.40	13.70	18.25	18.24	13.89	13.70
Lợi suất trái phiếu chính phủ 10 năm (%)	4.69	4.87	4.07	3.70	3.58	3.37	4.78	4.66	4.07	3.37	6.23	5.14	5.07	3.37

Nguồn: GSO, Bloomberg, FIA, IMF

Liên hệ

Trụ sở chính

Tầng 3, Tòa nhà TNR,
180-192 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, TP.HCM.
ĐT: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6899

Chi nhánh Hà Nội

Lầu 06, Tòa nhà CTM,
299 Cầu Giấy, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 3974 4448
Fax : (+84 24) 3974 4501

PGD Phạm Ngọc Thạch

Lầu 03, 62A Phạm Ngọc Thạch,
Quận 3, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84 28) 7108 1188
Fax: (+84 28) 3820 9229

PGD Bà Triệu

Lầu 06, 74 Bà Triệu, P. Hàng Bài,
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7106 3555
Fax: (+84 24) 3632 0809

PGD Láng Hạ

P.504A, Lầu 05, Tòa nhà TĐL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Phòng Phân tích

Hoàng Huy

Trưởng phòng Phân tích
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách
hàng Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.