

Xu hướng trái phiếu và tiền tệ tháng Sáu

Thanh khoản dư thừa trên thị trường trái phiếu và tiền tệ

Thanh khoản tiếp tục cải thiện

Trong tháng 6, chính sách tiền tệ nới lỏng của ngân hàng nhà nước được thể hiện rõ hơn không bởi chỉ các chỉ thị điều hành mà còn là hoạt động trên thị trường OMO, khi SBV tiếp tục bơm ròng thanh khoản vào hệ thống ngân hàng liên tục trong 3 tháng.

Lãi suất liên ngân hàng giảm sâu

Với tác động vô hình từ SBV, điều kiện thanh khoản dư thừa đã tác động đáng kể khiến mặt bằng lãi suất LNH giảm sâu trong những tháng gần đây. Theo góc nhìn của chúng tôi, lãi suất LNH sẽ tiếp tục giảm nhưng sẽ chậm lại trong tháng 7 khi mà một số lãi suất LNH đã chạm mức gần 0%.

TPCP thu hút dòng vốn đầu tư

Thanh khoản dư thừa từ việc nới lỏng tiền tệ cùng với hoạt động cho vay tri triệ là nhân tố chính kéo lợi suất TPCP đi xuống trong tháng 6. Chúng tôi kỳ vọng áp lực mua vào TPCP sẽ tiếp tục tăng lên khi mà lãi suất LNH đã và đang chạm gần mức giới hạn.

Chỉ số vĩ mô

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
GDP	3.82	3.93	4.15	5.03	7.02	4.32	5.94
Cán cân thương mại	1.73	(4.56)	5.72	5.06	10.42	7.94	1.77
CPI	4.87	4.65	3.61	3.09	5.23	3.09	2.41
Lãi suất chiết khấu	3.50	3.00	3.00	3.00	4.00	3.00	3.00
VND/USD	23,264	23,248	23,256	23,252	23,231	23,255	23,246
GDP Mỹ	(4.80)	(34.20)	15.00	7.90	2.3	(5.70)	3.90
GDP Trung Quốc	(6.80)	1.10	5.00	6.00	6.10	1.80	8.00

Nguồn: KIS

Nội dung

I. Thanh khoản tiếp tục cải thiện	1
II. Lãi suất liên ngân hàng giảm sâu.....	2
III. TPCP thu hút dòng vốn đầu tư.....	3
Bảng điểm vĩ mô	7

Nguyễn Trọng Ý

y.nt@kisvn.vn

Đoàn Minh Tuấn

tuan.doan@kisvn.vn

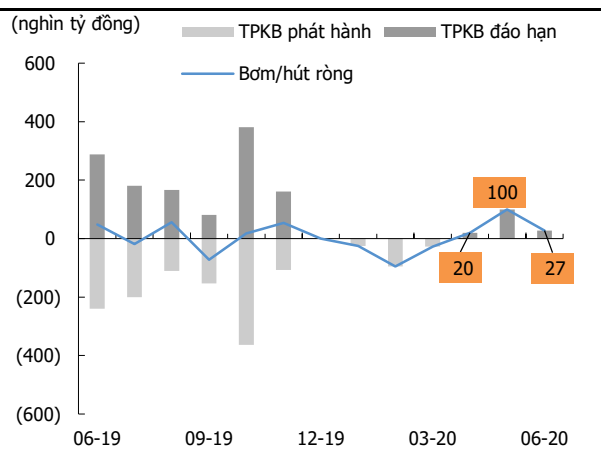
I. Thanh khoản tiếp tục cải thiện

Thanh khoản trên hệ thống ngân hàng tiếp tục dồi dào

Trong tháng 6, chính sách tiền tệ nới lỏng của ngân hàng nhà nước được thể hiện rõ hơn không bởi chỉ các chỉ thị điều hành mà còn là hoạt động trên thị trường OMO, khi SBV tiếp tục bơm ròng thanh khoản vào hệ thống ngân hàng liên tục trong 3 tháng.

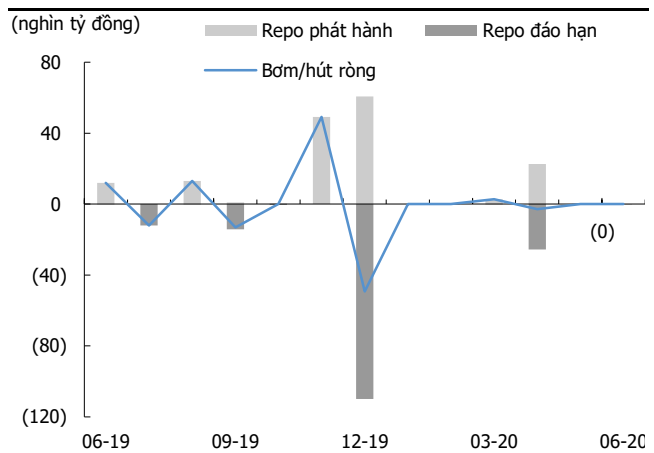
Cụ thể, thị trường OMO không ghi nhận bất cứ hoạt động nào của SBV trong tháng, trong khi gần 27 nghìn tỷ đồng đã chảy vào hệ thống ngân hàng khi các tín phiếu kho bạc kỳ hạn 91 ngày (TPKB) đến hạn. Tính tổng cộng trong quý 2, hơn 144 nghìn tỷ đồng đã được bơm vào hệ thống, đặc biệt trong tháng 5 và tháng 6. Bên cạnh đó, các giao dịch mua bán lại (repo) rất hiếm được sử dụng kể từ tháng 4 đến nay khi mà lãi suất trên thị trường liên ngân hàng (LNH) đang ở mức rất thấp.

Hình 1. Giao dịch TPKB



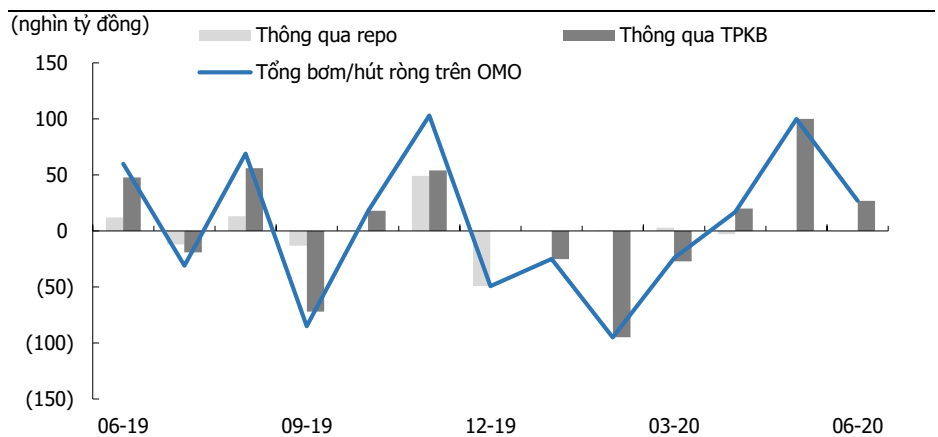
Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

Hình 2. Giao dịch repo



Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

Hình 3. Bơm/hút ròng trên OMO



Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

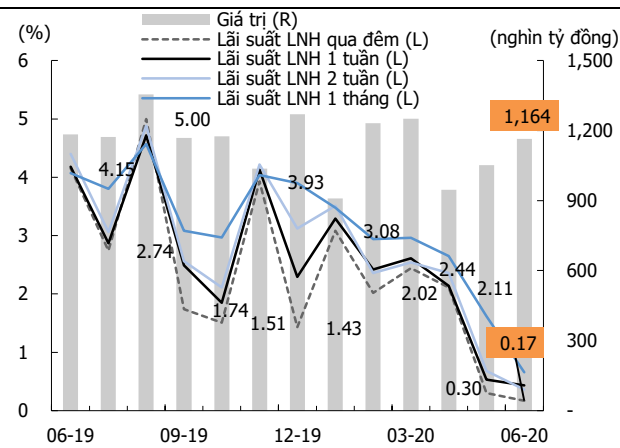
II. Lãi suất liên ngân hàng giảm sâu

Thanh khoản dư thừa Khiến lãi suất liên ngân hàng lao dốc

Với tác động vô hình từ SBV, điều kiện thanh khoản dư thừa đã tác động đáng kể khiến mặt bằng lãi suất LNH giảm sâu trong những tháng gần đây. Nói cách khác, nhằm mục đích hỗ trợ các ngân hàng thực hiện các chính sách hỗ trợ nền kinh tế, SBV đã chủ đích duy trì mặt bằng lãi suất LNH ở mức rất thấp nhằm giảm chi phí tài trợ cho các ngân hàng.

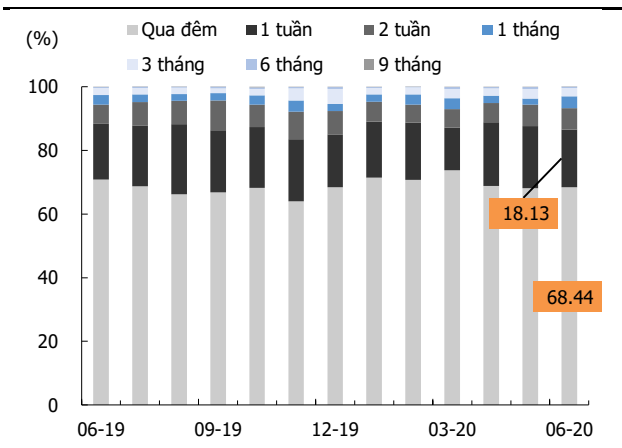
Theo đó, số liệu cho thấy lãi suất LNH trong tháng 6 tiếp tục giảm mạnh hơn nữa, đặc biệt lãi suất LNH qua đêm, kỳ hạn 1 tuần và 2 tuần duy trì ở mức 0%. Cụ thể, lãi suất qua đêm giảm xuống chỉ còn 0.17% ở thời điểm cuối tháng 6, thấp hơn 13 điểm cơ bản (đcb) so với tháng 5. Tương tự, lãi suất 1 tuần và 2 tuần giảm 10 đcb và 32 đcb xuống còn 0.43% và 0.36%. Lãi suất 1 tháng và 3 tháng ghi nhận mức giảm mạnh nhất 96 đcb và 40 đcb, chỉ còn 0.66% và 2.30%. Các lãi suất kỳ hạn dài hơn giảm nhẹ 13 đcb và 4 đcb, duy trì mức 3.69% và 4.82%.

Hình 4. Giao dịch LNH



Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

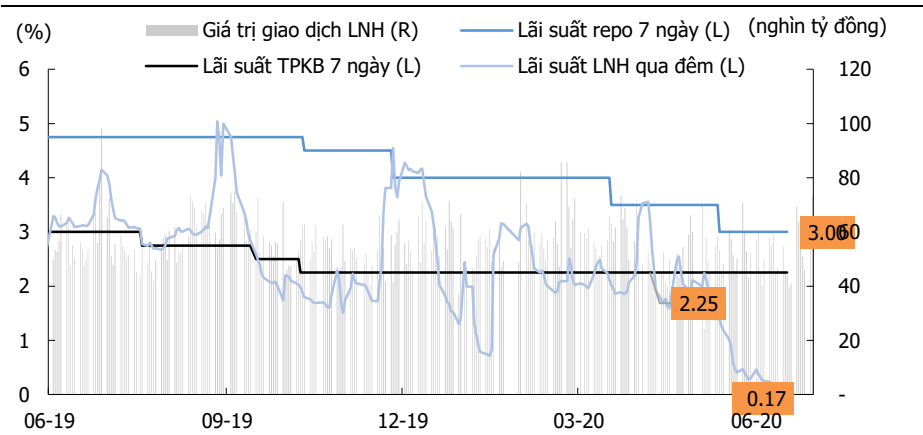
Hình 5. Giá trị giao dịch theo kỳ hạn



Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

Bên cạnh đó, tại thời điểm lãi suất LNH đang ở mức thấp, các ngân hàng đang tận dụng cơ hội huy động trên kênh tài trợ này, khi mà giá trị giao dịch trên thị trường LNH tiếp tục tăng 10.65% t/t, đạt mức 1,164 nghìn tỷ đồng, trong đó các giao dịch qua đêm, kỳ hạn 1 tuần và 2 tuần chiếm tổng số 93.23%, lần lượt đạt 796.5 nghìn tỷ, 211 nghìn tỷ, và 77.5 nghìn tỷ. Bên cạnh đó, giá trị giao dịch kỳ hạn một tháng tăng mạnh 124% t/t, đạt mức 43.9 nghìn tỷ khi mà lãi suất 1 tháng đang giảm rất mạnh.

Hình 6. Diễn biến trên thị trường OMO và thị trường LNH



Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

Ở thời điểm đặc biệt hiện tại, dường như hành lang lãi suất không còn hiệu quả. Nói cách khác, nó cho thấy rõ ràng SBV đang chủ ý duy trì lãi suất LNH dưới mức giới hạn dưới của hành lang lãi suất (lãi suất TPKB 7 ngày) khi mà họ không phát hành bất kỳ đợt TPKB nào để hút thanh khoản. Câu hỏi đáng được đặt ra ở đây là những chính sách nới lỏng này của SBV khi nào sẽ giúp giảm lãi suất cho vay ra nền kinh tế.

Theo góc nhìn của chúng tôi, lãi suất LNH sẽ tiếp tục giảm nhưng sẽ chậm lại trong tháng 7 khi mà một số lãi suất LNH đã chạm mức gần 0%. Thêm vào đó, ngân hàng có thể chuyển hướng sang cho vay với các kỳ hạn dài hơn như 1 tháng và 2 tháng với lãi suất hấp dẫn hơn, có thể khiến các lãi suất này giảm xuống sấp tới.

III. TPCP thu hút dòng vốn đầu tư

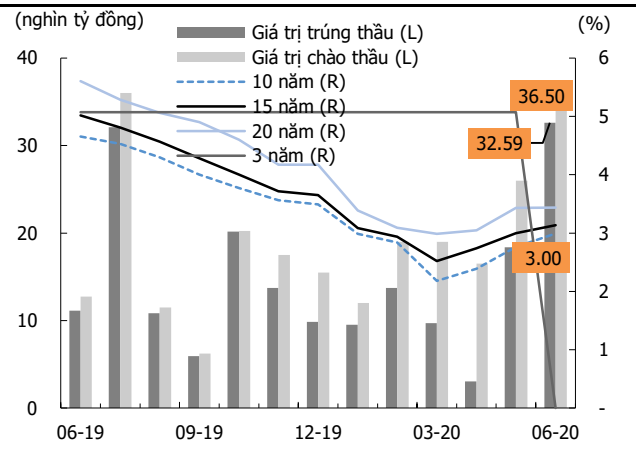
Chính phủ đẩy mạnh phát hành trái phiếu dài hạn

Tháng 6 được xem là thời điểm thích hợp cho việc đẩy mạnh phát hành trái phiếu chính phủ (TPCP) khi mà lợi suất TPCP trên thị trường thứ cấp duy trì ở mức thấp.

Theo dữ liệu mới nhất từ sàn HNX, kho bạc nhà nước (VST) trong tháng đã chào thầu tổng số 36.5 nghìn tỷ TPCP, tăng 40.38% t/t, trong đó kết quả hơn 32.6 nghìn tỷ đã được phát hành thành công, tăng mạnh 77.21% t/t. Trong khi tỷ lệ hấp thụ duy trì ở mức ấn tượng 89.30%, lợi suất TPCP trúng thầu chỉ tăng nhẹ, cụ thể lợi suất kỳ hạn 10 năm, 15 năm, và 20 năm cao hơn chỉ 23 đcb, 13.5 đcb, và 0.5 đcb, trong khi lợi suất kỳ hạn 5 năm giảm 25.5 đcb. Những con số trên cho thấy các nhà đầu tư (đặc biệt các ngân hàng thương mại) đang chuyển dòng vốn dư thừa sang thị trường TPCP.

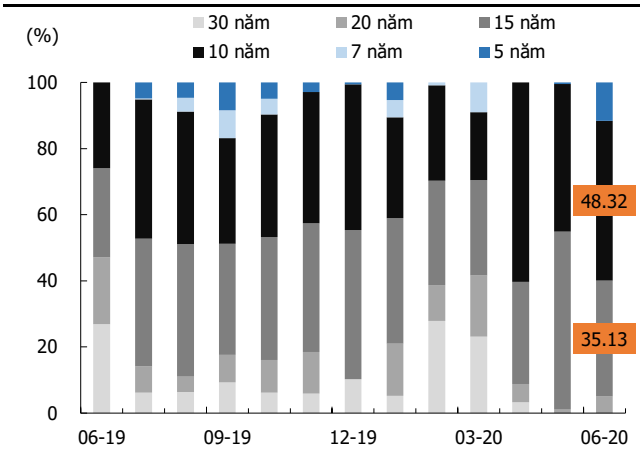
Bên cạnh đó, TPCP kỳ hạn 10 năm và 15 năm được phát hành hơn 80% trên tổng số, cụ thể là 48.32% và 35.13%, đạt 15.75 nghìn tỷ và 11.45 nghìn tỷ.

Hình 7. Phát hành TPCP



Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

Hình 8. Giá trị phát hành theo kỳ hạn

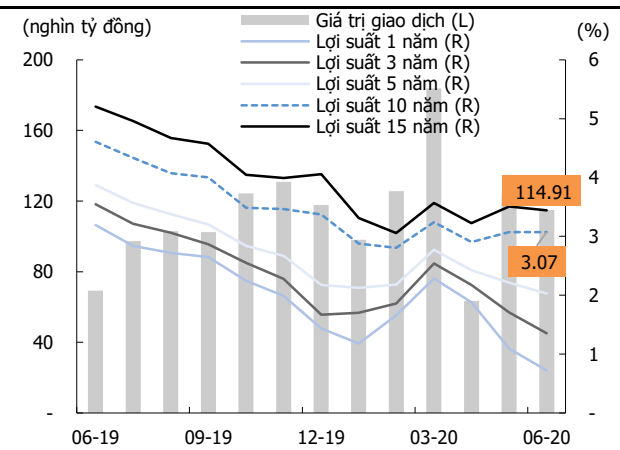


Nguồn: Bloomberg, SBV, KIS

Ngược lại, hoạt động giao dịch TPCP trên thị trường thứ cấp giảm nhẹ 7.87% t/t, đạt gần 115 nghìn tỷ. Các giao dịch được thực hiện tập trung chủ yếu vào kỳ trung và dài hạn, cụ thể kỳ hạn từ 7 năm đến 10 năm chiếm tổng số 46.98% (53.98 nghìn tỷ), 5 năm đến 6 năm chiếm 16.80% (19.31 nghìn tỷ), 10 năm đến 15 năm chiếm 20.44% (23.48 nghìn tỷ).

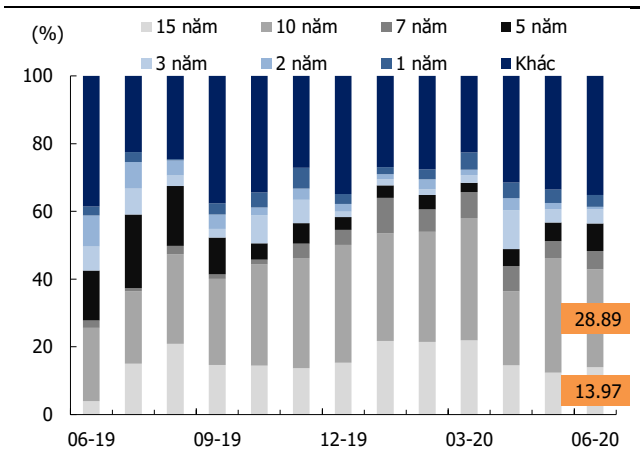
Bên cạnh đó, các nhà đầu tư giao dịch chủ yếu TPCP với hơn 94.69% giá trị giao dịch (108.8 nghìn tỷ), trái phiếu chính phủ bảo lãnh chiếm 4.95% (5.69 nghìn tỷ), và trái phiếu địa phương phát hành chỉ chiếm 0.36% (0.42 nghìn tỷ). Bên cạnh đó, các nhà đầu tư nội thực hiện đa số giao dịch trên thị trường TPCP thứ cấp với 96.39% giá trị giao dịch, phần còn lại 3.61% là từ nhà đầu tư ngoại.

Hình 9. Giá trị giao dịch và lợi suất TPCP



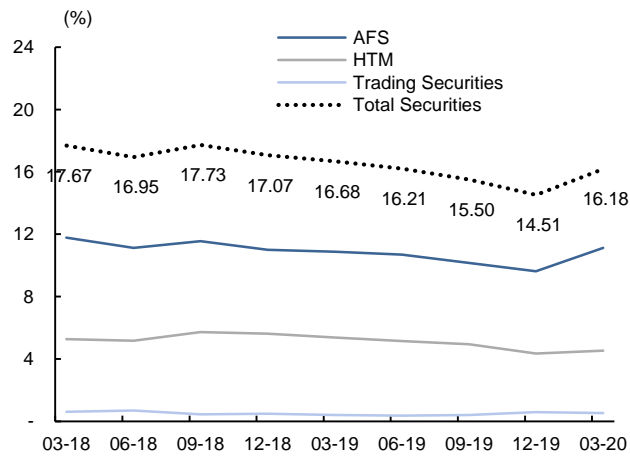
Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Hình 10. Giá trị giao dịch theo kỳ hạn



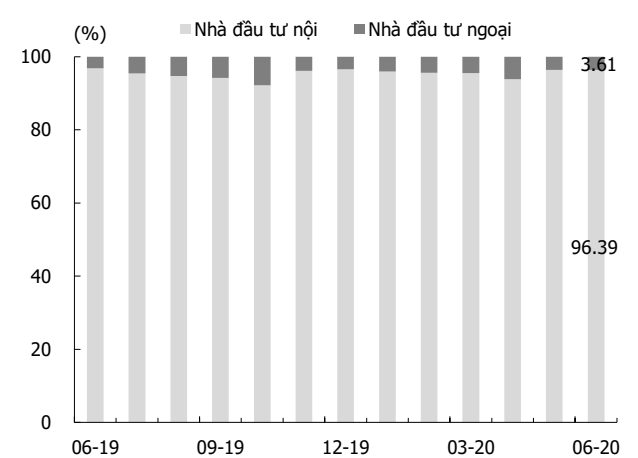
Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Hình 11. Tỷ lệ chứng khoán/tổng tài sản của NHTM



Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

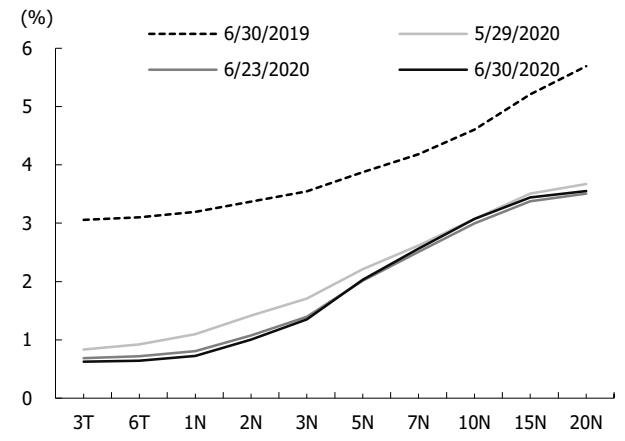
Hình 12. Giá trị giao dịch theo nhà đầu tư



Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

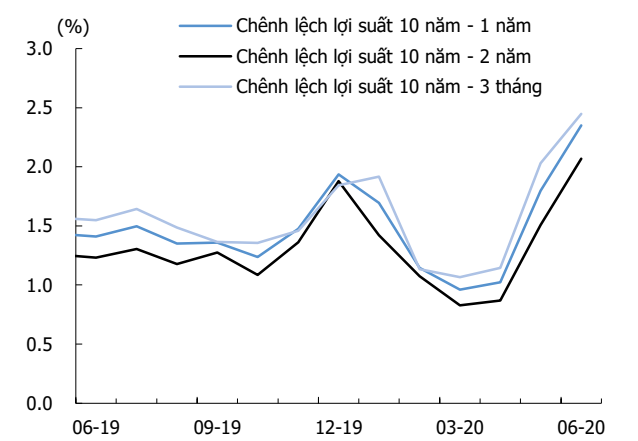
Đường cong lợi suất TPCP về tổng thể đi xuống trong tháng 6 ở tất cả các kỳ hạn, trong đó các kỳ hạn ngắn và trung hạn giảm nhanh hơn đáng kể so với các kỳ hạn dài. Cụ thể, lợi suất kỳ hạn 1 năm, 2 năm, và 3 năm, giảm mạnh 37 đcb (0.72%), 41 đcb (1.01%), và 36 đcb (1.35%), trong khi các kỳ hạn 3 tháng và 6 tháng tiếp tục giảm 21 đcb (0.63%) và 28 đcb (0.64%). Lợi suất các kỳ hạn dài như 7 năm, 10 năm, 15 năm, và 20 năm giảm nhẹ chỉ 5 đcb (2.56%), 0 đcb (3.07%), 7 đcb (3.44%), và 12 đcb (3.55%).

Hình 13. Đường cong lợi suất



Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Hình 14. Chênh lệch lợi suất ngắn hạn - dài hạn



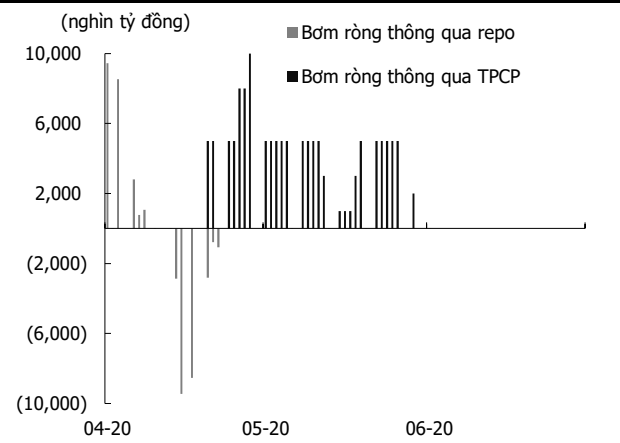
Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Trong giai đoạn nền kinh tế đang phục hồi mạnh sau khi bị ảnh hưởng trong ngắn hạn bởi khủng hoảng đại dịch, lợi suất TPCP bất ngờ giảm sâu đang đi ngược với lý thuyết. Theo góc nhìn của chúng tôi, việc lợi suất TPCP đang đi xuống ở thời điểm là do việc điều hành chính sách tiền tệ nới lỏng của SBV.

Cụ thể, dữ liệu cho thấy nguồn cung thanh khoản trên thị trường LNH đang dư thừa rất nhiều khi SBV đã bơm ròng gần 150 nghìn tỷ trong quý 2. Bên cạnh đó, về phía cầu, hoạt động tín dụng của hệ thống ngân hàng trở nên trì trệ khi mà về phía doanh nghiệp đang ngần ngại đi vay với lãi suất duy trì mức tương đối cao ở thời điểm hiện tại. Sự mất cân bằng cán cân cung cầu trên hệ thống ngân hàng đã khiến thanh khoản trên hệ thống ngày càng dư thừa, theo đó 1

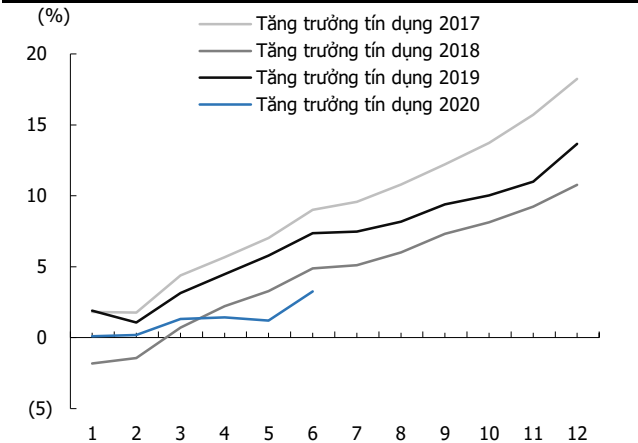
phần thanh khoản đã và đang chảy vào TPCP, đặc biệt là với kỳ hạn ngắn và trung hạn, khá tương tự với những gì xảy ra trên thị trường LNH. Chúng tôi cho rằng có thể kết luận vấn đề thanh khoản là nguyên nhân chính khiến lợi suất TPCP đi xuống trong giai đoạn hiện tại.

Hình 15. Cung thanh khoản gia tăng



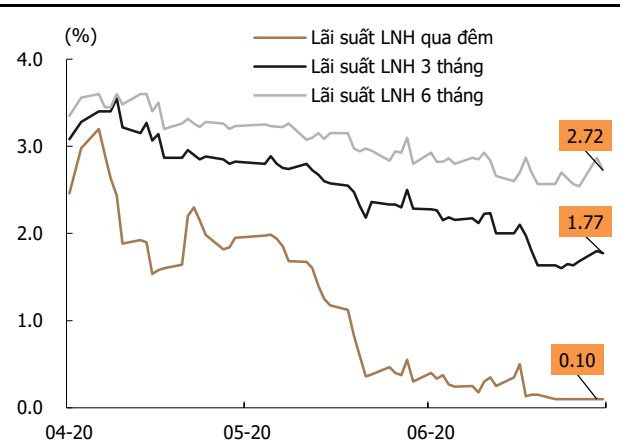
Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Hình 16. Hoạt động cho vay giảm sút



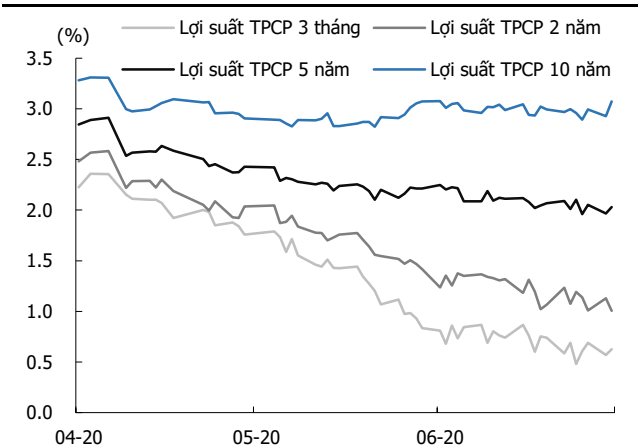
Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Hình 17. Lãi suất liên ngân hàng lao dốc



Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

Hình 18. Lợi suất TPCP ngắn hạn, trung hạn, dài hạn



Nguồn: Bloomberg, KIS, HNX

DỰ BÁO:

Có 2 vấn đề cần quan tâm ở thời điểm hiện tại: (1) một số lãi suất LNH kỳ hạn rất ngắn về mặt kỹ thuật sẽ không thể giảm sâu hơn nữa khi gần mức giới hạn 0%; (2) hoạt động cho vay đã bắt đầu tăng trở lại, đạt mức 3.26% tính đến 29 tháng 6 từ mức 1.20% trong tháng 5. Trong khi yếu tố đầu tiên cho thấy thanh khoản có thể sẽ tiếp tục chảy vào thị trường TPCP trong một vài tháng tới, tạo ra áp lực giảm giá sâu hơn lên lợi suất TPCP, yếu tố phía sau cho thấy dấu hiệu sớm rằng nhu cầu vay mượn đã bắt đầu phục hồi trở lại, sẽ khiến thanh khoản rút ra thị trường TPCP, khiến lợi suất gia tăng ngược lại.

Tuy nhiên, theo quan điểm của chúng tôi, yếu tố đầu tiên vẫn sẽ duy trì chủ đạo trong tháng 7, dẫn đến lợi suất TPCP tiếp tục giảm hơn nữa ở các kỳ hạn ngắn hạn và trung hạn.

Bảng điểm vĩ mô

(Tỷ USD, USD, %, % n/n)

	01/20	02/20	03/20	04/20	05/20	06/20	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	2016	2017	2018	2019
Tăng GDP thực			3.82			0.36	7.31	6.97	3.82	0.36	6.21	6.81	7.08	7.03
FDI đăng ký	5.33	1.14	2.08	3.78	1.55	1.79	7.66	11.86	8.55	7.12	20.95	35.88	35.47	38.02
GDP bình quân											2,172	2,353	2,551	2,730
Tỷ lệ thất nghiệp											2.33	2.21	2.21	2.25
Xuất khẩu	19.00	18.60	19.30	17.60	18.50	21.00	72.22	68.83	56.9	59.2	176.6	215.1	243.5	263.6
Nhập khẩu	19.10	18.50	18.60	18.52	19.40	20.50	67.14	66.51	56.2	60.3	175.0	213.2	236.7	254.4
Tăng trưởng XK	(13.93)	33.76	5.93	(19.98)	(15.50)	(2.00)	10.72	7.29	(3.13)	(5.31)	8.99	21.82	13.19	8.16
Tăng trưởng NK	(10.16)	26.08	4.71	(11.77)	(15.90)	5.16	8.30	4.22	(1.59)	(7.17)	5.55	21.85	11.01	7.41
Lạm phát	6.43	5.40	4.87	2.93	2.40	3.17	2.23	2.79	3.53	3.57	2.66	3.53	3.54	2.79
VND/USD	23,223	23,231	23,637	23,309	23,282	23,206	23,203	23,173	23,637	23,206	22,761	22,698	23,175	23,173
Tăng trưởng TD	0.10	0.17	1.30	1.42	1.20	2.80	9.40	13.70	0.68	2.80	18.25	18.24	13.89	13.70
TPCP 10 năm	2.88	2.81	3.24	2.90	3.07	3.07	4.07	3.37	3.24	3.07	6.23	5.14	5.07	3.37

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. 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 đánh giá cá nhân hoặc 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam, hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.

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

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

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 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 TDL,
22 Láng Hạ, Quận Đống Đa, Hà Nội
Điện thoại: (+84 24) 7108 1188
Fax : (+84 24) 3244 4150

Báo cáo này được thực hiện bởi CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam và chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin. 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 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. CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam 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. Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người sẽ tự đưa ra quyết định đầu tư mà không phụ thuộc quá mức vào báo cáo này và công ty không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất trực tiếp hoặc hậu quả nào phát sinh từ việc sử dụng báo cáo này hoặc nội dung của báo cáo.

Bản quyền © 2020 của CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam. Báo cáo này không được sao chép, 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 CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam.